全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



金融战争

金融资本如何在全球掠夺财富

重现国际金融市场的风起云涌
揭秘全球资本掠夺的原理和逻辑

李翀 著

书籍免费分享微信jnztxy





机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

金融战争：金融资本如何在全球掠夺财富

李翀　著

ISBN：978-7-111-59298-3

本书纸版由机械工业出版社于2018年出版，电子版由华章分社（北京华章图文信息有限公司，北京奥维博世图书发行有限公司）全球范围内制作与发行。

版权所有，侵权必究

客服热线：+ 86-10-68995265

客服信箱：service@bbbvip.com

官方网址：www.hzmedia.com.cn

新浪微博 @华章数媒

微信公众号 华章电子书（微信号：hzebook）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

目录

前言　何谓金融战争
第一章　在英国燃起战火：狙击英镑
战机出现
勉强为之
问题凸现
战云密布
大战爆发
攻击信号
金钱搏杀
无可奈何
胜负分晓
英格兰银行输了
对冲基金赢了
对世界的警告
第二章　横扫东南亚：强取豪夺
泰国告急
泰国怎么了
情况恶化
致命的打击
嗅到了血腥味
惨烈搏杀
沉重一击
挥师南进
间歇性攻击
欲擒故纵
愤怒的谴责和无奈的哀叹
第三章　在中国暗流涌动：赌人民币汇率升值
热钱涌入中国
施加压力
汇率低估了吗
又是一场豪赌
热钱的博弈
多少热钱流进中国
热钱怎么流进中国
政府积极防守

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

热钱还是赚了
更大的投机冲击
政府左右为难
对热钱围追堵截
第四章　兔子也吃窝边草：豪赌美国次贷危机
美国出事了
何谓次贷
危机的发生
危机激化
对赌次贷
一把双刃剑
最早发现机会的人
制造赌具的人
赌注最大的人
赌资最少的人
豪赌股市
第一轮攻击
第二轮攻击
做空整个股市
价值型投资的失效
滑稽的听证会
第五章　终于对中国出手：做空人民币
机会来临
离岸市场
汇率逆转
似成趋势
发起狙击
寻找时机
排兵布阵
短兵相接
初见分晓
伺机而动
釜底抽薪
大势已去
第六章　资本的贪婪：金融战争的发动者
金融资本的扩张
唯利是图的本性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

滴着血来到人间
坐上第一把交椅
对冲基金的特点
对冲基金的产生
玩钱的富人俱乐部
巧妙的投机策略
对冲基金的沉浮
从老三到消失：老虎基金走向破产
梦幻组合的厄运：长期资本管理基金濒临破产
高回报伴随高风险：量子基金的沉浮
第七章　经济虚拟化：金融战争的武器
资本的虚拟化
金融资产
一种虚拟的资本
为什么会变得虚拟
虚拟资本的再虚拟化
金融衍生工具
一种更虚拟的资本
为什么会变得更虚拟
经济的虚拟化
虚拟经济
发展与风险共存
创造还是毁灭
第八章　经济全球化：金融战争的战场
经济全球化
渗透到每个角落的国际贸易
谁都是投资东道国
席卷世界的资金融通
经济全球化的利益分配
贸易全球化带来了什么
投资全球化带来了什么
金融全球化带来了什么
金融自由化与金融战争
金融自由化的趋向
利益和风险同在
金融战争在这里发生
第九章　经济的缺陷：金融战争诱因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

- 泡沫经济的诱因
  - 肥皂泡般的经济
  - 诱导机制
  - 相关例证
- 国际收支的诱因
  - 国际收支逆差
  - 诱导机制
  - 相关例证
- 刚性汇率制度的诱因
  - 刚性的汇率制度
  - 诱导机制
  - 相关例证
参考文献

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

前言　何谓金融战争

一说起战争，人们头脑里浮现的是轰鸣的大炮、呼啸的飞机。确实，这些都是典型的战争场面。但是，自20世纪90年代以来，出现了另外一种形式的战争。在这种战争中，没有大炮和飞机，只有厮杀的资本；没有呐喊和枪炮声，只有键盘轻轻的击打声。但是，它对一个国家的打击不亚于一场战争，这就是本书要描述的金融战争。

所谓金融，指的是资金融通，即人们通过银行贷款、发行债券、发行股票等各种手段来筹集资金的过程。贷款、债券、股票等资金融通的手段可以带来收益，在金融学中称为金融资产。金融资产发行和交易或者有一个场所或者仅是一个过程，在金融学上称为金融市场。所谓金融战争，是指通过在金融市场上掀起大规模的投机浪潮来掠夺财富的行为。在战争前面冠以“金融”两个字是因为这种战争是利用金融资产来发动的，在金融后面加上“战争”两个字是因为利用金融资产发动的是一种蓄意的攻击。自从有金融市场以来，投机就没有间断过。是的，投机是金融市场的一种正常行为，它与套期保值行为相辅相成。但是，金融战争不是指一般的金融市场投机，它是指投机者凭借强大的资金实力，蓄意对一个国家的金融市场发起攻击，通过人为地压低或推高金融资产价格的方式来获取高额收益。

金融战争与金融危机是相互联系和相互区别的。所谓金融危机，是指金融市场发生剧烈的动荡并对经济产生破坏性的影响。金融危机包括银行危机，即银行大规模破产所导致的债务市场和其他金融市场动荡；货币危机，即一个国家货币汇率大幅度贬值所造成的外汇市场和其他金融市场动荡；对外债务危机，即一个国家的企业和机构无法在外汇市场上买进外汇偿还对外债务所引起的外汇市场和其他金融市场动荡；政府债务危机，即政府无力偿还政府债务所造成的债务市场和其他金融市场动荡。金融战争与金融危机的联系在于金融战争通常会导致金融危机，它们的区别在于金融危机不一定是金融战争引起的。

金融战争与经济危机是相互联系和相互区别的。作为经济周期的一个阶段来严格定义的经济危机是指生产过剩所导致的企业破产、产值下降和失业恶化的现象，而所谓经济周期是指一个国家的经济往往依次经历经济复苏、经济繁荣、经济衰退和经济危机四个阶段并周而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

复始地变化。但是，一般意义上的经济危机是指由于各种原因导致的企业破产、产值下降和失业恶化的现象。如果把经济危机看作后一种定义的经济危机，那么金融战争与经济危机的联系在于金融战争通常会导致金融危机并且接着导致经济危机，它们的区别在于经济危机不一定是金融战争引起的。

金融战争与货币战争是相互联系和相互区别的。所谓货币战争通常有两种理解：第一种理解是美国政府利用美元特权地位在世界范围内获取利益。市场上不少关于“货币战争”或“金融战争”的书籍都是按照这种理解来阐述的。实际上，货币与金融是两个不同的概念，从美元霸权角度来描述各种事件似乎不应该称为“金融战争”。至于美国政府利用美元特权地位获取利益是不是一种“货币战争”，就仁者见仁，智者见智了。如果把它视为“战争”，那么包含了“阴谋”的意味，实际上这就是国际货币发行国的特权。第二种理解是投机者通过在外汇市场的货币投机来获取暴利。本书所说的金融战争与第一种意义上的货币战争无关，而第二种意义的货币战争是本书所说的金融战争的一种形式。

金融战争的形式主要有狙击战和歼灭战，这是媒体对金融战争所使用的术语。所谓狙击战，是指一旦发现某个国家的金融市场出现问题，投机者会迅速对这个国家的金融市场发起攻击。这种攻击的特点是目标单一，一般只攻击一类金融市场；时间短暂，一般一个月左右；一旦获得利润就撤离。所谓金融歼灭战，是指投机者的攻击几乎覆盖全部金融市场，攻击的手段相互联系，时间可能会稍长一点，是一种带有摧毁性的攻击方式。

金融战争是在20世纪90年代以后才频繁发生的，它的经济背景是经济虚拟化和金融自由化。金融资产与物质资产不同，它是一种债权凭证或者所有权凭证，一旦未来的收益增加，它的价格会暴涨，一旦债务人或被所有者出现问题，它的价格会暴跌。因此，金融资产被称为虚拟资产或者虚拟财富。在债权或所有权能够实现的条件下，它是实实在在的财富；在债权或所有权不能实现的条件下，它分文不值。一个国家的财富由物质财富和金融财富组成，如果一个国家的金融财富在总财富中占有越来越大的比例，那么这个国家的经济就虚拟化了。经济虚拟化意味着金融市场有了较大的发展，从而给投机者提供了较多的投机机会。但是，如果一个国家的货币不可兑换，金融市场没有开放，投机者也没有办法攻击这个国家的金融市场。但是，20世

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

纪90年代以来，越来越多的国家推进本国货币的可兑换和本国金融市场的开放，使金融战争从可能变成现实。

自从有人类社会以来，冷兵器和热兵器意义的战争从来没有停止过。除了意识形态的战争，如宗教信仰对抗的战争，不管是公开还是隐蔽的，战争的最终目的几乎都是掠夺财富。金融战争也不例外，它的目的也是掠夺财富。在经济虚拟化的条件下，金融战争成为最“合法”的掠夺别的国家财富的重要方式。某个国家开放金融市场，投机者们在这个市场进行投机是天经地义的，但它对这个国家的伤害不亚于一场真正的战争。

本书首先分析了从1992年到2017年的6次典型的战例，然后回答下述问题：谁发动了金融战争？用什么来发动金融战争？为什么会发生金融战争？什么诱导了金融战争？为了使读者不至于总要翻到前面去寻找相关内容，在相关战例中对金融工具或金融衍生工具的描述会有所重复。

有的人可能不以为意，认为这样说有点耸人听闻。请仔细阅读本书所描述的实际案例，认真体会一下这些投机过程，考察一下这些投机的结果，然后做出你的判断：这是不是一场没有硝烟的战争？

我很不希望出现这样麻木的情况：当这种战争降临到我们国家时，我们还不以为意。当我们国家的财富被掠夺时，我们还觉得理所当然。用一句通俗的话来说，就是不要在强盗抢劫了你的财物时，你还为强盗数钱。

我还有一种忧虑，但愿是杞人忧天。战争一般都是政府发动的，但金融战争从目前的情况来看是机构投资者发动的。如果将来有一天，金融战争的发动者变成政府，金融战争演变为强国打击弱国的一种方式，那么情况就更加可怕了。

我这本书所描述的都是事实。金融战争涉及各种复杂的金融工具和投机方法，因而是一个专业性很强的问题。但是，我力求做出通俗的解释，争取将这本书写成一本没有学过经济学或金融学的人都能看懂的书。然而，我不仅是在讲故事，我还将分析各种事件的前因后果，并从专业的角度阐述各个事件的发生过程，也希望将这本书写成具有学术意味的书。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

希望这本书能够引起人们对这个沉重话题的关注。

作者

2017年10月于北京京师园

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第一章　在英国燃起战火：狙击英镑

正如战争有多种形式一样，金融战争也有多种形式。狙击战就是金融战争的一种形式。金融狙击战是指当某个国家的经济出现某些问题时，国际投机者迅速进入这个国家的金融市场掀起投机风潮。他们进攻的目标单一，持续时间短暂，获得利润后迅速撤离。1992年，曾经是“日不落国”的发达国家英国遭受了这种迅猛的攻击，曾经是世界上最重要货币的英镑遭受到了狙击。[此书分享微信wsyy5437]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

战机出现

勉强为之

英国的全称是大不列颠及北爱尔兰联合王国（United Kingdom of Great Britain and Northern Ireland），分英格兰、威尔士、苏格兰和北爱尔兰4个部分，约有人口6564万，经济发展水平很高，2016年国内生产总值居世界第5位，进出口贸易额居世界第8位。英国首都伦敦也称“大伦敦”（Greater London），下设独立的32个城区（London borough）和1个“金融城”（City of London）。伦敦是世界上最大的国际金融中心之一，多年来与纽约轮换着排名世界第一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

伦敦金融区

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

伦敦金融区

1978年4月，欧洲经济共同体在丹麦哥本哈根召开了首脑会议，联邦德国总理和法国总统提出了建立欧洲货币体系的建议。同年12月5日，欧洲经济共同体在比利时布鲁塞尔召开会议，达成了建立欧洲货币体系的决议。1979年3月13日，欧洲货币体系协议正式实施。

欧洲货币体系的重要内容是实行稳定的汇率体系。成员国的货币彼此建立汇率平价，即货币之间的基准汇率，它们实际汇率的波动幅度不能超过这个平价的±2.25%。如果某个成员国对别的成员国汇率波动幅度超过了这个界限，还有一种机制来确定哪一个成员国承担起调整汇率的责任，以使本国货币汇率的波动幅度回到±2.25%的界限内。

在欧洲货币体系建立后，全部欧洲经济共同体成员国都加入该体系，只有英国没有参加该体系。1990年10月，英国终于成为欧洲货币体系的成员国。英国政府犹豫不决是有原因的。显然，如果英国加入了欧洲货币体系，它必须承担起稳定汇率的责任，它利用汇率的变化来调节对外和对内经济的余地将缩小。例如，如果英国发生经济衰退，它本来可以用英镑汇率贬值的方法来降低英国出口商品的价格和提高英国进口商品的价格，从而刺激出口、限制进口，促进国内生产总值的增加。但是，如果它加入了欧洲货币体系，它就必须遵守欧洲货币体系的纪律，它就无法用英镑汇率贬值的方法来刺激经济。但是，英国是欧洲大国，如果英国不加入欧洲货币体系，英国将在欧洲经济一体化的过程中落在后面并失去它在欧洲的领导地位。英国政府权衡再三，还是决定加入欧洲货币体系。

英国在本国经济条件尚未成熟的时候加入了欧洲货币体系，为日后的英镑危机埋下了隐患。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

问题凸现

在英国加入欧洲货币体系后，英镑与马克的汇率是1英镑兑换2.95马克，英镑汇率处于高估状态，也就是说1英镑实际上不值2.95马克。在东西德统一之后，由于对原东德地区的投资增加，德国经济出现了过热的情况。德国中央银行试图用收缩货币供给和提高基准利率的方法控制投资需求，以抑制通货膨胀，这样给英镑汇率带来了很大的压力。

英镑和马克都是国际储备货币，如果德国的利率高于英国的利率，资本将流出英国流入德国，以获取利率的差额。一种货币兑换别的货币的汇率即价格，它是由这种货币的需求和供给决定的。货币需求大于供给即供不应求将导致这种货币汇率升值，货币需求小于供给即供过于求将导致这种货币汇率贬值。资本流出英国流入德国意味着人们将在外汇市场上卖出英镑买进马克，英镑的供给增加，英镑的汇率将贬值。原来英镑的汇率已经高估，在英镑供给增加的压力下，英镑汇率有可能出现大幅度贬值的情况。

面对德国中央银行提高基准利率，英国中央银行英格兰银行要稳定英镑与马克的汇率，只有两种选择：要么跟随德国提高英镑基准利率，以限制资本流出英国；要么说服德国降低基准利率，以防止资本流入德国。

在现实的经济里，投资受到预期利润率和利息率的影响。在预期利润率不变的条件下，利息率越高，投资成本越大，投资需求就越小。相反，利息率越低，投资成本越小，投资需求就越大。如果经济出现衰退的情况，投资的增加可以在一定程度上克服衰退。如果经济出现通货膨胀即价格水平上升的情况，投资的增加将加剧通货膨胀。

如果英国中央银行设法提高英镑基准利率，将会产生对投资需求的抑制作用，从而对英国低迷的经济造成不利影响。这样，英国政府只好劝说德国政府降低马克基准利率，减轻英镑汇率的贬值压力。但是，德国政府担心降低马克基准利率会助长德国的通货膨胀，因而从本国经济利益考虑拒绝了英国政府的要求。

在英国政府苦苦思考对策的时候，美国对冲基金敏锐地嗅到战机的气息。它们不约而同地关注着英国经济、外汇市场和英格兰银行的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

动向。

当时英国经济增长缓慢，失业严重，整个国家处在经济衰退的状态。英国政府不但难以提高基准利率和稳定汇率，而且需要用降低基准利率和汇率来刺激经济。1992年7月，有6位英国金融专家在《泰晤士报》发表了公开信，呼吁英国政府退出欧洲货币体系，让英镑汇率能够贬值。接着，英国商界领袖也联名上书英国首相梅杰（John Major），要求把英镑对马克的汇率降低到1英镑兑换2.60马克，同时将英镑利率从10%降低到7%。可以看得出来，这些专家和商界领袖的感觉是敏锐的。

但是，英国政府经过再三考虑，觉得不能出尔反尔，决定履行加入欧洲货币体系的承诺。1992年8月，英国财政大臣拉蒙特（Norman Lamont）不止一次地表示，英国不会离开欧洲货币体系，英镑汇率不会贬值。

1992年8月26日，拉蒙特出现在英国财政部的门前，面对着记者再次表达了英国政府的决心：“我认为英镑不可能贬值，英国不会退出汇率机制，我们对汇率机制负有绝对义务，这就是我们的政策—我们政策的核心。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



英国财政部大楼

拉蒙特表面镇定，但内心极为不安。记者们通过现场摄像发现，正常人60秒钟一般眨眼睛6～8次，但是拉蒙特在讲话的时候45秒眨眼睛64次。[1]记者们发现的事情，投机者们也注意到了：英国政府底气不足。

在这种情况下，部分对冲基金开始建立做空英镑的仓位。所谓做空是赌英镑对马克汇率贬值，所谓仓位是所达成的一些金融工具的交易。在赌英镑兑换马克的汇率贬值的条件下，这些投机者主要通过卖

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

出远期英镑、卖出英镑期货，买进英镑卖权建立仓位[此书分享微信wsyy5437] 。



英国财政大臣拉蒙特

在外汇市场上，双方成交以后在2个营业日内进行交割的货币兑换称为即期外汇交易，即期外汇交易的汇率称为即期汇率。如果双方首先达成协议，确定兑换货币的币种、数量和汇率，然后在未来约定时间进行货币兑换，这种交易称为远期外汇交易，远期外汇交易的汇率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

称为远期汇率。外汇期货交易与远期外汇交易的性质是相同的，也是现在确定交易条件而到未来约定时间再进行货币兑换的交易，它们不同的地方在于外汇期货交易是一种交易数量和交割时间都是标准化的交易，而且是在期货交易所而不是用电讯工具来进行的交易。外汇期权是一种买进或者卖出外汇的权利，买方支付权利的价格以后就可以在未来约定的期限内按照约定的汇率买进或者卖出约定数量的外汇。

卖出远期英镑意味着在未来约定的时间按照约定的汇率把英镑兑换为马克。例如，假定现在即期汇率是2.9马克∶1英镑，远期英镑汇率是3.0马克∶1英镑，投机者按照这个远期汇率卖出30天的英镑，也就是约定在30天后用1英镑兑换3.0马克。接着他们抛售英镑促使英镑对马克汇率贬值，如果30天后英镑汇率贬值到2.5马克∶1英镑，投机者在即期外汇市场上用2.5马克买进1英镑，然后履行远期外汇交易协议，用1英镑买进3.0马克，每1英镑的投机可以获得0.5马克的收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



英格兰银行

卖出英镑期货是指在未来约定的时间按照约定的汇率把英镑兑换为马克。但是外汇期货是在期货交易所进行的一种标准化的交易，人们可以通过买进外汇期货后再把它卖出去，或者卖出外汇期货后再把它买进来以获取差价收益，这种做法称为平仓。例如，假定英镑期货的价格是3.0马克：1英镑，投机者卖出了英镑期货。由于英镑期货的价格是与英镑即期汇率同方向变化的，如果英镑即期汇率贬值到2.5马克：1英镑，英镑期货价格也下降到2.5马克：1英镑，那么投机者可以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

买进英镑期货进行平仓。这样，投机者相当于按照3.0马克∶1英镑卖出英镑，按照2.5马克∶1英镑买进英镑，每1英镑的投机可以获得0.5马克的收益。

买进英镑卖权是指买方支付英镑期权的价格以后得到了按照一定的汇率卖出一定数量的英镑的权利。外汇期权与外汇期货一样，也是可以用平仓的方式获取差价收益。例如，假定英镑卖权的价格是0.5马克，约定卖出英镑的汇率是3.5马克∶1英镑，如果英镑即期汇率贬值到2.5马克∶1英镑，这个英镑卖权就值钱了。如果英镑卖权的价格上涨到1马克，投机者就可以把买进的英镑卖权卖出去，每1英镑的投机可以获得0.5马克的收益。

[1] 俞岱曦，等. 金钱与梦想[M]. 北京：中国文史出版社，1998.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

战云密布

英国的中央银行称为英格兰银行，它成立于1694年。银行大楼位于伦敦市的针线大街（Thread Needle），因此它又被人们称为“针线大街上的老妇人”或者“老妇人”。

1946年以前，虽然英格兰银行是私人所有，但是它履行中央银行的职能。1946年之后，英格兰银行被英国政府国有化，成为真正的中央银行。按照当时英国的经济体制，英格兰银行隶属财政部，掌握国库、贴现公司、银行及其余私人客户的账户，承担政府债务的管理工作，按政府要求决定国家金融政策。直到1997年，英格兰银行才从财政部独立出来。

英格兰银行总行设于伦敦，职能机构分为政策和市场、金融结构和监督、业务和服务三个部分，设15个局（部）。同时，英格兰银行还在伯明翰、布里斯托、利兹、利物浦、曼彻斯特、南安普顿、纽卡斯尔及伦敦法院区设有8个分行，处理具体的中央银行业务。

当拉蒙特在财政部前发表讲话的时候，英格兰银行已经开始对外汇市场进行干预。它卖出马克买进3亿英镑，通过增加英镑需求的方法来改变英镑对马克汇率的颓势。这一天，英镑与马克的汇率是1英镑兑换2.7946马克，而按照欧洲货币体系的机制，英镑与马克的汇率下限是1英镑兑换2.7780马克。

1992年9月3日，英格兰银行再次对外汇市场进行干预。它向国际银行集团借入价值75亿英镑的外汇，准备在必要的时候用这些外汇买进英镑以维持英镑汇率的稳定。

1992年9月4日，欧洲共同体的财政部长和中央银行行长在英国小镇巴斯举行会议，拉蒙特一再要求德国中央银行采取宽松的货币政策以降低马克利率。他拍着桌子对德意志联邦银行行长施莱辛格（Helmut Schlesinger）喊道：“12位财政部长都坐在这里要求你降低利率，你为什么不？”施莱辛格当时生气地离开了会场。

美国量子基金管理者乔治·索罗斯（George Soros）亲自飞赴巴斯了解会议进展情况，并到现场听了施莱辛格在9月8日会议结束以后发表的讲话，当时施莱辛格表示他不能保证德国中央银行会降低马克

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

利率。在施莱辛格发表讲话以后，索罗斯主动上前与他交谈，问他对欧洲货币单位（ECU）有什么看法。施莱辛格回答说，他喜欢欧洲货币的概念，不喜欢欧洲货币单位的名称，他宁可把欧洲货币单位称为马克。按照索罗斯的理解，德国可能不会用降低马克利率的方式来维持欧洲货币体系的稳定，英镑汇率的贬值很难避免了！



乔治·索罗斯

乔治·索罗斯简介

乔治·索罗斯1930年生于匈牙利布达佩斯。1947年他移居英国，在伦敦经济学院完成了学业后在伦敦从事证券交易和金融分析工作。1956年他移居美国，继续从事证券交易和金融分析工作。1973年，他创立了名为量子基金的对冲基金。这个基金规模在1998年达到顶峰，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

共管理着220亿美元的资金。量子基金在1973年到2005年平均回报率高达31%，被称为金融界的奇迹。索罗斯1992年在英镑的投机上获得高额利润，曾作为“打垮英格兰银行的人”而名噪一时。同时，索罗斯也因为率先在多个国家掀起金融投机风潮，导致这些国家金融危机和经济衰退，因而被称为“金融大鳄”。



量子基金经理德鲁肯米勒

索罗斯返回纽约以后，马上召集量子基金经理德鲁肯米勒（Stanley Druckenmiller）和即将加入量子基金的约翰逊（Robert Johnson）到办公室开会，讨论狙击英镑事宜。约翰逊是一位外汇投资专家，当时管理着美国信孚银行的一个基金。

约翰逊分析道：英镑在外汇市场上交易活跃，如果狙击失败很容易退出，损失可能是0.5%左右。但是，英镑汇率在3个月内贬值的概率为90%，狙击成功可能获得15%～20%的收益。在英镑汇率趋向贬值的情况下，一旦出现抛售英镑的情况不会有人愿意买进，只有英格兰银行会接手。但是，英格兰银行的外汇储备只有440亿美元，耗尽以后将无法阻止英镑汇率贬值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

约翰逊的一番话使索罗斯和德鲁肯米勒兴奋起来。索罗斯问约翰逊："你自己的基金会投多少钱？"约翰逊回答："我会使用杠杠操作，投入的资金是基金现有资本的3～5倍。"德鲁肯米勒表示："我们也许可以投入150亿美元。"索罗斯狙击英镑的计划就这样在他的办公室形成了。[1]据说，约翰逊在离开索罗斯办公室的时候预感到：索罗斯和德鲁肯米勒会打垮英镑！



英格兰银行的黄金储备

英国曾经是世界上最强大的经济大国、贸易大国和金融大国。在第二次世界大战以后，虽然英国经济衰落了，但是英国仍然是世界上的经济大国和金融大国。英国是一个举足轻重的发达国家，英国的国内生产总值在发达国家中仅次于美国、日本、德国，居第四位。另外，英国有着世界上最完备的金融法律，有着大批优秀的金融专家，英国的伦敦仍然是世界上最重要的国际金融中心。英镑会倒下吗？

当年的"日不落国"所建立的英格兰银行具有悠久的历史和丰富的经验，300多年来不知道经历过多少风险，美国中央银行、美国联邦

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

储备系统也不过是英格兰银行的晚辈和门生，英格兰银行能战胜投机者吗？

英国政府和英格兰银行所面对的是众多的投机者，一旦这些投机者蜂拥而至，形成所谓的“狼群效应”，再凶猛的狮子也未必是对手。更令人感到可怕的是，如果市场出现恐慌，连英国国内的投资者也按照投机者的方向操作，那么更加难以抵挡了。一时间，战云密布，大有“山雨欲来风满楼”之势。在1天24小时运转的国际外汇市场上，对英镑大规模的攻击随时都有可能发生。

[1] 塞巴斯蒂安·马拉比. 富可敌国[M]. 徐煦，译. 北京：中国人民大学出版社，2011.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

大战爆发

攻击信号

1992年9月9日，投机者发起对意大利里拉的攻击，意大利中央银行把里拉利率推高到15%，并从德国中央银行借入240亿马克买进里拉，以阻止里拉的贬值。9月11日，里拉汇率已经跌破了欧洲货币体系规定的下限，意大利不得不开始与成员国磋商，让里拉汇率贬值。欧洲货币体系的联合浮动汇率机制从意大利这一角被撕开了！

1992年9月10日，英国首相梅杰在苏格兰最大的城市格拉斯哥发表演讲，他指出："软弱的选择、贬值论者的选择、助长通货膨胀的选择，都是背叛我们的未来的选择。我可以十分明白地告诉你们，那不是政府的政策。"梅杰在这个严峻关头再次表达了维持英镑汇率稳定的决心，他的演讲赢得了热烈的掌声。



英国首相梅杰

英国财政大臣拉蒙特这时心情不错。他在9月12日出席了"最后一夜逍遥音乐会"（Last Night Of Porms），还兴趣盎然地唱了英国海军军歌。他在9月13日召集他的顾问开了一个早餐会，讨论里拉贬值事宜。

拉蒙特似乎没有理由心情不好，英国的经济和金融实力与意大利不能相提并论，英镑并不是里拉，英格兰银行已经成功地抵御了1992

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

年8月以来英镑汇率的贬值压力。对冲基金可以借入资金来狙击英镑，英格兰银行也可以借入资金来捍卫英镑，而且英格兰银行已经借入了140亿美元来捍卫英镑。

1992年9月14日是星期一，外汇市场开市。英格兰银行投入7亿美元买进英镑，英镑汇率出现小幅度升值，这一切似乎都在证实拉蒙特的判断。

就在同一天，德国政府为了维持欧洲货币体系的运行做出微小的让步，决定将中央银行贴现率从8.75%降低到8.25%。这是德国5年来第一次降低中央银行贴现率。

所谓贴现，分为人们向商业银行贴现和商业银行向中央银行贴现。人们向商业银行贴现是指人们将没有到期的短期债务凭证卖给商业银行以取得现金的行为。由于现在的钱与未来的钱不等值，到期价值100万美元的短期债务凭证现在不值100万美元，商业银行在买进这100万美元短期债务凭证时必须要扣除距离到期的这段时间的利息，利息对这100万美元的比率就是贴现率。商业银行向中央银行贴现是指商业银行在做同样的事情，中央银行扣除利息的比率称为中央银行贴现率。

在西方发达国家，利率是市场化的，也就是利率是由市场决定而不是由中央银行决定的。但是，中央银行提高贴现率将抑制商业银行向中央银行贴现，商业银行不能用向中央银行贴现的方式而只能用收缩信贷的方式补充短期流动资金，这样货币供给量就会减少，在货币需求不变的情况下导致货币供不应求，从而导致市场利率的上升。因此，中央银行所调整的贴现率往往被称为基准利率。中央银行提高基准利率将导致市场利率的上升，相反则导致市场利率的下降。

朋友圈每日书籍免费分享微信 shufoufou

德国政府的这个举动受到美国、英国和法国政府的赞赏。但这已经为时过晚，一场更大的风暴在英国的外汇市场上刮起。

1992年9月15日，英镑汇率出现逆转。当天晚上，拉蒙特召集财政部和中央银行的官员开会，决定在第二天继续干预外汇市场，如果效果不明显将考虑提高利率。在会议快要结束的时候，拉蒙特接到了财政部新闻办公室的官员传来的令人震惊的消息：美国《华尔街日报》刊登了德国中央银行行长施莱辛格的一篇访谈，施莱辛格暗示，对欧

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

洲货币进行广泛的调整比单独对里拉进行调整要好。这意味着他认为英镑的贬值不但应该而且必然。拉蒙特立刻打电话向施莱辛格表示抗议，但施莱辛格的讲话已经在报纸公开发表了。

施莱辛格的讲话实际上就是一个信号！形势急转直下，投机者认为攻击英镑的时机已经成熟，决战终于开始了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

金钱搏杀

伦敦与纽约的时差是伦敦早5个小时，在拉蒙特于9月15日晚上召开会议的时候，纽约的时间是9月15日下午。德鲁肯米勒看到了《华尔街日报》的报道以后，匆匆走进索罗斯办公室，对索罗斯说："应该行动了！"他表示可以逐步建仓。索罗斯说："为什么逐步建仓？直接投入150亿美元！"如果说德鲁肯米勒比较准确地把握住了时机，那么索罗斯则比较准确地把握住了力度。[1]

实际上，包括量子基金在内的对冲基金在这以前已经利用外汇类的金融衍生工具大规模地建立仓位，就等待着合适的时间直接在即期外汇市场上攻击英镑。在纽约时间9月15日下午剩下的时间里，对冲基金开始了在纽约外汇市场的"豪赌"，它们以美元为抵押借进英镑，然后大规模地卖出英镑买进马克，用增加英镑供给的方法压低英镑的汇率，摧毁已经摇摇欲坠的英镑。一旦英镑对马克汇率贬值，对冲基金只需要用部分买进的马克就可以兑换回英镑偿还英镑贷款，剩下的马克就是投机收益了。

德鲁肯米勒忙碌了一个下午以后，没有睡上几个小时的觉，在纽约时间9月16日凌晨2：00，也就是伦敦时间9月16日上午7：00左右，又回到他的办公室，以便在伦敦外汇市场开市以前做好发起进一步攻击的准备。

1992年9月16日，在伦敦外汇市场开市以后，英格兰银行分两次买进英镑，每次买进3亿英镑，但是英镑汇率没有什么反应。而在大西洋彼岸的纽约还是深夜，德鲁肯米勒在他的办公室里一下单就是卖出10亿英镑。众多的对冲基金也纷纷跟进卖出英镑，英格兰银行寡不敌众。据说在德鲁肯米勒办公室的窗外闪烁着纽约曼哈顿的夜景，电话里不断传来索罗斯的声音：增加杠杆！继续抛售！

英格兰银行再次买进10亿英镑，但英镑汇率仍然没有反应。在当时，恐慌已经笼罩着英国。持有英镑的人，不论是英国人还是非英国人，不论是公司还是金融机构，都争先恐后地出售英镑，买进他们认为坚挺的货币。英格兰银行买进16亿英镑又能起什么作用呢？

这实际上是英格兰银行与投机者凭借着实力进行博弈。如果英格兰银行有足够的外汇储备，它可以继续砸外汇买进英镑，甚至推高英

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

镑的汇率，那么投机者将遭受损失。由于投机者卖出的英镑是用美元或者别的货币作为抵押从商业银行借来的，在短期内他们必须买回英镑以偿还英镑贷款。如果英镑汇率升值，这意味着他们用卖出英镑得到的马克或者别的货币已经买不回原来数量的英镑，他们将遭受汇率之差的损失。另外，他们的英镑是借来的，他们还要遭受利率的损失。但是，如果英格兰银行没有能力维持英镑汇率的稳定，英镑汇率最终还是贬值，那么英格兰银行买进越来越多贬值的英镑将遭受损失。但是问题的关键是：英镑汇率高估了，胜利的天平已经向投机者一方倾斜。

拉蒙特预感到仅仅通过买进英镑已经不能阻止英镑汇率的贬值，他在上午10：30给梅杰首相打了个电话，告诉梅杰首相干预外汇市场失败，英镑汇率继续贬值。由于德国中央银行仍然保持马克基准利率不变，要防止英镑汇率进一步贬值，建议把英镑基准利率提高两个百分点。在这种情况下，梅杰同意了拉蒙特的请求，准备以国内经济衰退为代价来保持英镑汇率的稳定。

1992年9月16日上午11：00，拉蒙特正式宣布将中央银行基准利率从10%提高到12%。

[1] 塞巴斯蒂安·马拉比. 富可敌国[M]. 徐煦，译. 北京：中国人民大学出版社，2011.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

无可奈何

但是这一切已经无济于事了，投机风潮已经掀起，这项措施只会被人们理解为中央银行的无可奈何之举。英镑汇率贬值趋势是如此明显，哪里还有人因英镑利率上升而卖出其他外汇买进英镑以获取英镑高出2个百分点的利率？英镑利率上升对外汇市场没有影响。

剩下的一切只有靠真金白银的搏杀了！投机者继续疯狂地抛售英镑，问题在于英格兰银行有多少外汇储备能够将英镑如数买进？拉蒙特在继续指挥着中央银行买进英镑的同时，已经不得不考虑单方面退出欧洲货币体系的选择了。意大利比英国幸运的地方，是里拉的危机发生在星期五，它还有周末的喘息之机，与成员国重新确定里拉汇率平价的下限。但是英镑的危机发生在星期三，时间每过一个小时英格兰银行就增加一小时的损失，拉蒙特要求马上会见梅杰首相。

梅杰首相很忙，但还是尽快安排了与拉蒙特的会面。拉蒙特带着一个顾问团队赶到了梅杰首相的临时官邸——海军部大厦，等了15分钟以后终于见到了梅杰首相，梅杰首相也召集了其他内阁大臣们来参加会议。会议的中心议题是英国单方面退出欧洲货币体系对国内的政局和欧洲的伙伴会产生什么影响。梅杰首相担心会有内阁大臣辞职，一位内阁大臣当即表示：我们要万众一心！这使梅杰感到欣慰。梅杰首相表示还是要为挽救英镑做最后的努力——再次提高英镑基准利率。

1992年9月16日下午2：15，拉蒙特再次宣布将中央银行基准利率从12%提高到15%。在英国历史上，一天内两次大幅度提高中央银行基准利率是从来没有过的。但是，英格兰银行的努力仍然没有能够阻止英镑汇率的贬值，英镑对马克的汇率下降了2.7%，纽约外汇市场以1英镑兑换2.7030马克的汇率进行交易，这已经低于欧洲货币体系汇率平价机制的下限。

大西洋彼岸的索罗斯和德鲁肯米勒意识到英格兰银行在做最后的挣扎，于是继续加大抛售英镑的力度。

拉蒙特开始向欧洲的财政部长们打招呼，说明英镑面临的困境，请他们注意英镑汇率贬值可能带来的影响。当时意大利财政部长巴鲁西（Piero Barucci）建议英格兰银行暂停外汇交易以争取时间重新商

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

榷欧洲货币机制的问题。但是，英国作为一个老牌的发达国家，人们还是习惯于遵守规则。拉蒙特表示，他作为英国的财政部长，无权中止全球外汇市场的英镑交易。

梅杰首相最终做出了英国退出欧洲货币体系的决定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

胜负分晓

英格兰银行输了

1992年9月16日晚上7：00，电视台工作人员和记者们聚集在英国财政部外，等待着英国退出欧洲货币体系这个决定的宣布。拉蒙特出现在摄像机前，沉重地说："今天是一个极为困难和混乱的日子，大量的金融事件接连不断地发生，使汇率机制失去了作用……同时，政府认为只有终止作为汇率平价机制成员的资格，英国的最高利益才能得以维护。"

晚上7：30，英镑汇率实行自由浮动。这一天，英镑以1英镑兑换2.7100马克比价收盘。

1992年9月17日，英国中央银行基准利率回落到10%。在英国之后，意大利政府也决定退出欧洲货币体系。英镑汇率经过波动逐渐稳定在1英镑兑换2.6500马克的水平上，低于欧洲货币体系规定的下限5%，低于英国加入欧洲货币体系时的10%。在英国脱离欧洲货币体系以后，英镑对马克汇率的最大贬值幅度曾达到14%。

英格兰银行为了捍卫英镑先后投入了270亿美元，世界银行的一份报告称英格兰银行损失了77亿美元。英格兰银行感到无奈和羞耻，它作为世界上第二家建立的中央银行，建立仅300年来不知道经历了多少风风雨雨，但没有想到在20世纪90年代却败给了人们还不熟悉的对冲基金。[此书分享微信wsyy5437]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

对冲基金赢了

英镑狙击战速战速决，投机者主要在外汇市场对英镑展开攻击，并没有在英国其他金融市场上掀起投机风潮。

1992年10月24日，伦敦《每日邮报》（Daily Mail）刊登了一篇文章，标题是“由于英镑暴跌，我赚10亿美元”。文章附有索罗斯的一张照片，他面带微笑，手拿酒杯。文章的引言写道：“一个国际金融界的专家，在短短一个月的时间里，从英镑危机中赚了将近10亿美元。”

索罗斯因此而名声大噪，他被人们称为“打垮了英格兰银行的人”。索罗斯本人也十分神气，在英镑汇率贬值后不久，他见到法兰西银行行长特里谢（Jean-Claude Trichet），大言不惭地说：“我不会攻击法郎。这不是我对法郎手下留情，而是预计法郎能够挺得住。”特里谢听了以后目瞪口呆。

正因为索罗斯的量子基金在英镑危机中获得了高额的利润，使该基金在1992年年底成为最赚钱的基金。它的资产达到了37亿美元，年度资产增长率为68.6%。量子基金是1969年建立的，按照20多年的收益增长率，如果某个投资者在1969年投资该基金1万美元，然后将每年的收益全部再投资于该基金，那么他1992年拥有的资产将达到1300万美元。

同时，正因为量子基金赚了钱，作为管理者的索罗斯也获得了丰厚的收入。1992年，他作为量子基金的合伙人得到的投资收益为4亿美元，作为量子基金的管理者得到的管理费收入为2.5亿美元，总共得到的收入是6.5亿美元。[1]

不仅索罗斯的量子基金赚了钱，许多参与英镑投机的对冲基金都赚了钱。据说柯凡纳（Bruce Kovner）的卡克斯顿基金（Caxton）赚了3亿美元，资产达到16亿美元。保罗·都德·琼斯（Paul Tudor Jones）的都德投资公司（Tudor Investment Corporation）赚了2.5亿美元，资产达到14亿美元。

不仅参与投机的对冲基金赚了钱，许多从事外汇交易的商业银行也从英镑危机中赚了钱。像美国的花旗银行、摩根银行、化学银行、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

大通曼哈顿银行、第一芝加哥银行、美洲银行等商业银行，1992年第3季度从外汇交易中比以往多赚了8亿美元。这意味着不仅对冲基金发起了对英镑的投机，各国从事外汇交易的金融机构也参与了对英镑的投机。

索罗斯的行为在英国出现了不同的反应。有的英国人强烈谴责索罗斯的行为，认为这是一种犯罪，英国每个公民都为此付出了代价。但有的英国人将索罗斯视为英雄，认为问题在于政府的愚蠢而不是投机者的精明。英国媒体将英镑受辱的这一天称为“黑色星期三”，德鲁肯米勒则称为“白色星期三”。按照德鲁肯米勒的看法，正因为英国退出欧洲货币体系，英国才有可能降低利率，从而避免经济衰退。但是，英格兰银行损失77亿美元啊，哪能就被这轻飘飘的几句话带过去？看来，成者为王，败者为寇，这个信条还会长久地被许多人所信奉。

[1] 俞岱曦，等．金钱与梦想[M]．北京：中国文史出版社，1998.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

对世界的警告

英国是什么国家？尽管英国已经没有了昔日“日不落国”的威风，但是英国还是一个举足轻重的发达国家。当时英国的国内生产总值在世界居第4位，英镑在国际储备货币中居第3位，但是英国中央银行在对冲基金面前显得如此不堪一击。

这一切表明，世界已经进入了虚拟经济时代，金融资本一旦通过“狼群效应”形成一股势力，将势不可挡。作为发达国家的英国尚且如此，何况广大的中小发展中国家？

反思与启示

相对固定的汇率制度与开放的金融市场并存蕴藏着极大的风险。一个国家在运行过程中难免出现经济问题，如国际收支逆差等。在相对固定的汇率制度下，就会出现该国货币汇率严重不合理如高估的现象。在金融市场开放的条件下，投机性国际资本就有可能在该国掀起大规模的投机风潮，而且很容易导致该国货币危机。因此，如果一个国家要实行相对固定的汇率制度，要么是中央银行对外汇市场具有强大的调控能力，要么是该国实行比较严格的外汇管制，两者之一不可缺少。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第二章　横扫东南亚：强取豪夺

英镑狙击战持续时间比较短暂，但泰铢狙击战则一波三折。弱小的泰国中央银行顽强抵抗，直到弹尽粮绝。对冲基金在击败泰铢以后把攻击的范围迅速扩展到整个东南亚地区。1997年东南亚国家的金融危机是货币危机，而这场货币危机是投机者对东南亚国家货币的攻击造成的。在狙击战的打击下，东南亚国家的货币接连倒下了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

泰国告急

泰国怎么了

1997年6月，以对冲基金为代表的投机者云集泰国，就像一个狼群，瞪着绿森森的眼睛注视着泰国，等待着机会，准备对泰国发起攻击。索罗斯仍然是这个狼群中的头狼。

泰国是亚洲地区发展较快的国家之一，在20世纪90年代曾有“亚洲四小虎”之称。泰国面积51.3万多平方公里[1]，人口6500多万。泰国是世界著名的大米生产国和出口国，大米出口是泰国外汇收入的主要来源之一。泰国自然资源丰富，主要有钾盐、锡、褐煤、油页岩、天然气，还有锌、铅、钨、铁、锑、铬、重晶石、宝石和石油等。其中钾盐储量4070万吨，居世界首位；锡的储量约120万吨，占世界储量的12%。1997年，泰铢遭受到对冲基金大规模的狙击，泰国经济陷入长时间的衰退，遭受了重大挫折。

20世纪90年代中期以来，泰国经济出现了一系列的问题。

第一个问题是泰国的房地产市场出现了泡沫。1995年，美元、日元和马克等国际储备货币的利率大约比泰铢利率低3～5个百分点，在货币市场上出现了有利的套利机会，即获取利率差额的机会。在这种情况下，泰国商业银行或投资银行纷纷进行携带交易（carry trade）。

所谓携带交易与套利交易相似，它主要是指通过外国货币与泰铢之间的转换，利用外国货币获得泰国金融市场的收益率。携带交易主要有三种方式：第一，商业银行在国际银行间的拆借市场上借入美元或日元，接着把它转换为泰铢，然后在泰国银行间的拆借市场贷放泰铢，以获取两种货币市场的利率之差。第二，商业银行在国际货币市场上借入短期美元或日元，接着把它转换为泰铢，然后持有泰铢的定期存款，以获取两种货币活期和定期利率之差。第三，商业银行在国际货币市场上发行美元或日元短期票据以取得美元或日元资金，然后用于投资泰铢短期票据，以获取两种货币票据的利率之差。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

据统计，到金融危机爆发的时候，泰国商业银行从国际货币市场获得的贷款总额已超过10000亿美元，其中95%属于一年以下的短期借款。

泰国许多商业银行取得了充足的资金以后，便将大量的贷款投向房地产市场，造成了房地产市场的过度膨胀。但是，房地产市场的泡沫终究要破裂的。随着房地产业的过快扩张，房地产市场的供给超过了房地产市场的需求，大量楼房空置，房地产市场陷入了低迷的状态。在这种情况下，房地产商或投资者无力偿还贷款，泰国商业银行难以收回贷款，呆账坏账大量增加，泰国的金融形势恶化，金融体系变得十分脆弱。

第二个问题是泰国的经常项目出现了严重的逆差。一个国家对外经济往来所发生的外汇收入和外汇支出的记录称为国际收支。国际收支分为两大项目：一个项目是经常项目，主要反映物品和服务的进口所带来的外汇收入和支出的变化；另一个项目是资本与金融项目，主要反映资本的流动所带来的外汇收入和支出的变化。一个国家国际收支的差额，将导致该国货币汇率的变化。

例如，如果一个国家的国际收支外汇收入小于外汇支出，该国发生国际收支逆差。由于该国厂商和居民收入外汇一般要结汇，即把外汇收入兑换为该国货币，支出外汇需要购汇，即用该国货币买进外汇，外汇收入小于外汇支出在外汇市场上表现为本国货币需求小于本国货币供给，这样该国货币汇率就会贬值（一种货币的汇率是外汇市场上该货币的供求决定的）。相反，当一个国家发生国际收支顺差时，该国货币汇率就会升值。

理论上，一个国家国际收支的差额决定了该国货币汇率的变化。但对于泰国这样一个发展中国家来说，资本与金融项目变化莫测，国际资本既可以迅速流入该国，也可以迅速流出该国。因此，经常项目的差额就成为泰国货币汇率变化的基础。

从经常项目的差额分析，20世纪90年代以后泰国经济存在两个弱点：一个弱点是泰国的出口商品结构单一，整个泰国的出口依赖于某几类商品的出口。这种状况决定了泰国的经常项目具有不稳定性，一旦主要出口商品的出口受到影响，泰国的经常项目将出现逆差。另一个弱点是泰国工人工资的增长率长期高于劳动生产率的增长率，从而导致工资成本和生产成本的上升。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

假如泰国工人每小时的工资是10泰铢，每小时生产的产品是10个单位，那么每单位产品的工资成本就是1泰铢。再假定泰国工人每小时的工资增加了100%，达到20泰铢，但是泰国工人的劳动生产率没有提高，那么每单位产品的工资成本就是2泰铢。

在20世纪90年代的一段时间里，泰国工人工资增长率超过7%，但是劳动生产率的增长率略高于3%，泰国产品的成本趋向上升，出口商品在价格上的竞争力有所削弱。再加上在90年代中期国际市场对廉价电器产品的需求减少，而廉价电器又是当时泰国的主要出口产品，泰国在1996年出现了3700亿泰铢的经常项目逆差，逆差占国内生产总值的比例高达8.2%。

第三个问题是泰国实行刚性较大的盯住一篮子货币的汇率制度。盯住一篮子货币的汇率制度的特点是选择若干种货币构成一组货币，即所谓一个货币篮子；然后计算这组货币的加权平均值，如都以美元表示的加权平均值；再将本国货币与这组货币的加权平均值联系起来，建立两者之间的平价；如果这组货币的加权平均值升值或贬值，本国货币跟着升值或贬值。

发展中国家经济发展水平较低，在国际经济活动中处于劣势。如果不实行盯住一种货币或一组货币的汇率制度，本国货币的汇率将随着外汇市场上外汇供求的变化而变化，有可能出现剧烈变动的情况。但是，如果实行盯住一种货币或一组货币的汇率制度，由于本国经济与盯住的那一种货币的经济或者盯住的那一组货币的经济变化不一致，就会带来本国货币汇率高估或低估的情况。

例如，假定本国出现了国际收支逆差，本国货币汇率应该贬值，但是由于所盯住的那一组货币的加权平均值没有下降，本国货币汇率不能贬值，这样就会出现本国货币汇率高估的情况，即本国货币本来不值这么多美元，现在却人为地确定值这么多美元。相反，也会出现本国货币低估的情况。

因此，汇率制度的选择是发展中国家的两难选择。如果选择了盯住一种货币或一组货币的汇率制度，政府就需要注意调节对外经济活动，保持本国货币汇率的稳定。但是，一旦这种汇率制度与本国经济中发生的别的问题结合起来，这种汇率制度就会成为问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第四个问题是泰国政府匆匆走上金融开放的道路。在经济全球化的条件下，一个国家的经济要对外开放，才能促进本国经济的发展。但是，对于发展中国家来说，由于它们的经济发展水平较低，政府对对外经济的控制能力较弱，对外开放必须要注意次序。首先开放的是国际贸易，接着开放的是直接投资，最后才是国际金融。

在经济虚拟化的条件下，以国家之间资金借贷或者证券投资形式存在的资本流动规模很大而且十分频繁，其中还包括了大量的投机性的国际资本流动。发展中国家货币当局经济与金融监管能力较弱，难以抵御大规模的国际资本流动给本国经济造成的冲击，因而往往对涉外金融活动加以管制。

例如，人们可以自由地用外汇买进本国货币，但不能自由地用本国货币买进外汇，这就是所谓本国货币不可自由兑换。又如，外国居民可以到本国设厂生产，但是不能随意到本国证券市场上进行投资，这就是所谓资本与金融项目不完全开放。[shu籍 分.享 V信jnztxy]

泰国经济表现良好，使泰国政府自信心大为增强。为了更快地融入世界经济体系以加快经济的发展，泰国政府从20世纪90年代开始匆匆走上了金融开放的道路。首先，泰国政府放宽了资本与金融项目下外汇交易的限制，即使是属于资本与金融项目的交易，人们也可以用泰铢兑换外汇。其次，泰国政府推进了资本与金融项目的开放，国内投资者可以通过银行借入外国的资金，国际资本能够比较自由地流入和流出泰国。最后，泰国政府允许经营离岸金融业务的外国银行在曼谷以外的城市设立分支机构，它们可以进行一定限额的泰铢的借贷。在这里，所谓离岸金融业务是指外国银行在泰国进行的面向非泰国居民的非泰铢的借贷业务。

在正常的情况下，这种金融开放对泰国经济增长会发挥一定的促进作用。但是，一旦发生投机性的金融风潮，将会对泰国经济产生破坏性的影响。

1997年，正是这些问题相互联系在一起，使泰国经济陷入危险的境地。

泰国经常项目的严重逆差形成了泰铢汇率贬值的压力，但是泰国又实行盯住一篮子货币的汇率制度，由于一篮子货币的加权平均值没

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

有下降，泰铢汇率就不能贬值，这样就造成了泰铢汇率高估的现象，人们预期泰铢汇率将会贬值。

与此同时，泰国的商业银行是从国际货币市场取得外汇，然后将外汇转换为泰铢贷放出去。虽然许多商业银行都做了相应的远期外汇交易来规避汇率变化的风险，即事先确定了未来用泰铢兑换外汇的汇率，但是一方面如果大量贷款收不回来，发放贷款的银行将遭受重大损失，另一方面即使收回来，一旦泰铢对外汇贬值，作为远期外汇交易另一方的外汇银行将遭受重大损失。例如，假定外汇银行承诺25泰铢兑换1美元，如果泰铢汇率贬值到30泰铢兑换1美元，外汇银行每1美元将损失5泰铢。

[1] 1公里＝1000米。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

情况恶化

早在1996年6～7月，泰国未能按期偿还的房地产贷款就开始增加，商业银行出现了现金周转困难的问题。进入1997年以后，泰国商业银行的呆账坏账迅速增加，它们要考虑的已经不是盈利的问题而是生存的问题。商业银行一方面争取存款，另一方面控制贷款，希望渡过难关。

1997年2月14日，东南亚国家中央银行行长在曼谷举行会议，就区域内货币市场的增长及货币投机的问题进行研究。各国中央银行行长达成共识，相互可以通过双边回购协议来增强外汇储备的流动性。由于各国的外汇储备很大一部分是以外国证券的形式持有的，一旦本国发生货币危机而需要使用外汇资金的时候难以转变为现金。回购协议就是需要使用外汇资金的一方可以用外国证券作为抵押，向另一方借入外汇资金，在约定的时候再偿还外汇资金，取回原来的外国证券。

1997年2月17日，为了稳定泰铢的汇率，泰国中央银行决定提高泰铢短期利率。在资本可以比较自由流动的条件下，提高本国货币利率是提高本国货币汇价的一种方法。由于本国货币利率提高，形成了本国货币与外国货币的利率差额，外国货币将流入本国，从而在外汇市场上将形成对本国货币的需求，有助于提高本国货币汇价。由于泰国出现严重的经常项目逆差，泰铢呈颓势，泰国中央银行试图用提高泰铢利率的方法来避免泰铢汇率贬值。

1997年2月18日，泰国中央银行否认有关泰铢汇率将要贬值的传闻，表示要坚持把泰铢与包括美元在内的国际储备货币联系在一起的汇率制度。10年以来，泰国一直保持25泰铢兑换1美元的汇率。泰国中央银行表示将密切注意外汇市场的动向，并采取必要的措施来稳定泰铢的汇率。

进入3月以后，泰国经济形势变得更加严峻。

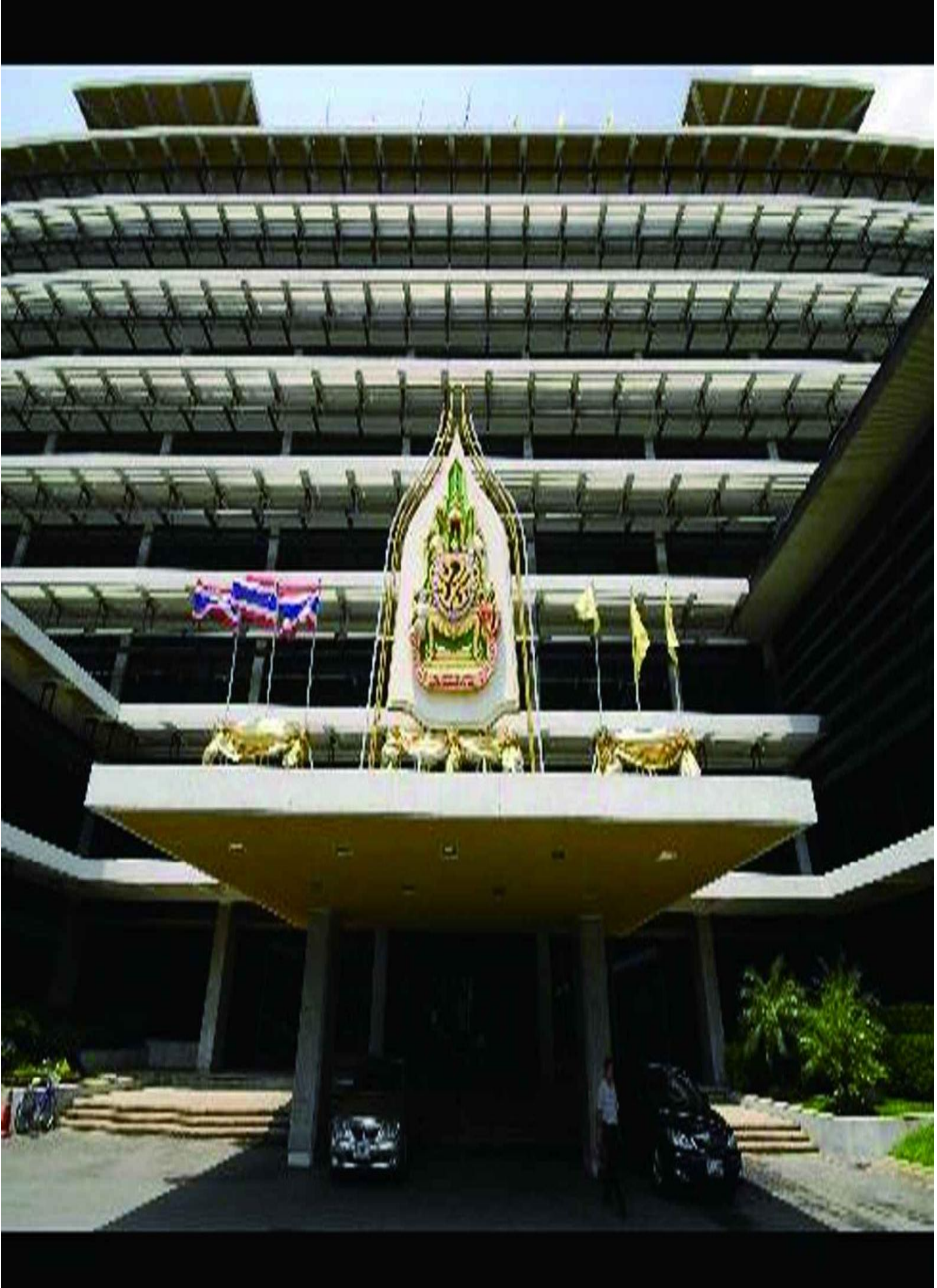
1997年3月4日，泰国发生了银行挤提事件。存款者担心商业银行呆账坏账的增加影响他们存款的安全，纷纷到商业银行提取存款。泰国中央银行被迫向10家受挤提影响的商业银行提供无抵押担保的贷款。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在银行发生挤提事件的同时，由于投资者对泰国经济发展的前景缺乏信心，股票价格出现下跌。到1997年3月4日，泰国股票价格跌到了近5年来的最低点。

为了防止呆账坏账的增加导致银行倒闭，泰国政府颁布了新的金融措施，要求商业银行提高坏账备付金比率，从100%提高到115%到120%。坏账备付金主要用于应付贷款不能收回对银行造成不良影响的局面，但提高坏账备付金比率将造成银行流动资金和可贷放资金的减少。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

泰国中央银行

1997年3月7日，由于泰国中央银行对商业银行的支持，泰国的挤提现象趋向缓和。投机者开始在股票市场上买进价格已经跌到很低水平的金融类股票，但投资者对股票市场仍然持观望态度。

1997年3月11日，泰国财政部长庵雷·威拉旺表示，泰国发生了金融危机，不过政府已经全面控制了局势。他呼吁公众不要听信谣言，不要过于惊慌，泰国商业银行的情况并不是传说的那样糟糕。

1997年4月3日，泰国中央银行要求商业银行提高对不符合标准的贷款的备付金，同时要求10家资金不足的金融公司设法增加资本金，以提高金融信誉度。

1997年4月25日，美国的穆迪投资服务银行级别评定公司再次降低泰国大城、京都和军人三家主要银行的信用级别。在两周以前，穆迪公司已将泰国长期借贷信用级别从AA降低到A。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

致命的打击

嗅到了血腥味

正在严密注视着泰国经济变化动向的对冲基金嗅到了血腥味。

1996年，索罗斯基金管理公司增加了三只基金：量子新兴增长基金、类星体基金、配额基金。索罗斯邀请曾担任过巴西中央银行行长和普林斯顿大学教授的弗拉加（Arminio Froga）成为自己的合伙人。弗拉加为索罗斯基金管理公司的发展做出了贡献。

1996年年底，弗拉加参加了国际货币基金组织第一副总裁费希尔（Stanley Fischer）主持的一次会议。当时墨西哥货币危机刚刚结束，有人在会上问费希尔：谁是第二个墨西哥？费希尔回答：我不知道是不是还有下一个墨西哥，但我确实看到在亚洲经济出现了一些不平衡。弗拉加后来回忆道，这个评论燃起了他的希望。过了数周以后，弗拉加读到了国际货币基金组织和美国联邦储备系统共同撰写的文章《双重危机》，描述了货币崩溃和银行崩溃是如何相互影响的。他发现，泰国情况似乎与这篇文章所描述的情况相似，决定到泰国考察。

1997年1月，弗拉加访问泰国。他在拜访了当地的政府官员、公司高管和经济学家后，很快发现泰国符合“双重危机”的情况：泰国出现了国际收支逆差，但泰国又实行盯住一篮子货币的汇率制度，泰铢汇率难以进行调整。在这种情况下，泰国依靠借入对外债务来弥补经常项目的逆差。一旦外国债权人不愿意再借钱给泰国，泰铢将会崩溃。泰国金融机构借入的对外债务是以美元计价的，贷款所流入的房地产所获得的收益是以泰铢计价的。一旦泰铢对美元汇率大幅度贬值，泰国的金融机构将破产。

弗拉加会见了一位泰国中央银行的官员，以曾任巴西中央银行行长的身份和善地指出了泰国目前的困境：要维持泰铢汇率稳定需要用高利率的方法来吸引资金，但要保持银行体系稳定需要降低利率和推动泰铢汇率贬值。这位泰国官员看着弗拉加，给予了一个很直白的回答：对于泰国来说，降低利率比保护汇率更重要。这个信息太重要了！这实际上给索罗斯的对冲基金提供了一个赚大钱的信息：泰铢汇率贬值不可避免！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

弗拉加回到纽约以后，向德鲁肯米勒报告了情况。在2017年下旬，索罗斯基金管理公司卖空了价值20亿美元的泰铢，也就是建了做空泰铢汇率的仓位。索罗斯的对冲基金和其他对冲基金都在等待着在即期外汇市场上大规模出击的时机。

鳄鱼在吞噬它的猎物前总会流下几滴眼泪，这就是著名的“鳄鱼的眼泪”。人们总在争论，对冲基金攻击一个国家的金融市场是否残忍。索罗斯本人很喜欢说这样一句话：市场像破碎机那样摆动并毁灭经济，而不会像钟摆那样摆动。他还为自己的行为辩护：投机起到预警的作用而不是打击的作用，它会使受到攻击的国家有所收益。索罗斯的话纯粹是一种狡辩。显然，对一个国家的货币发起攻击将触发一场危机，而不是督促政府去避免一场危机。

据说，索罗斯对冲基金的一位基层管理人员琼斯（Rodney Jones）曾就攻击发展中国家金融市场的道德准则提出过质疑：如果发展中国家货币崩溃，数以百万计的无辜人民将被迫陷入极度的贫困。[1]又据说，索罗斯的对冲基金攻击泰铢时有点恻隐之心，不像攻击英镑时那么狠。实际上，这只不过是几滴“鳄鱼的眼泪”。

1997年2月，索罗斯的对冲基金首先在外汇市场上散布谣言，说国际货币基金组织已经明确要求泰铢汇率贬值，一时间泰国外汇市场人心惶惶。接着，索罗斯的对冲基金以美元为抵押向泰国商业银行借进泰铢。当时的规则是“存1贷2”，即在泰国的商业银行存入1美元作为抵押，借入相当于2美元的泰铢。接着，索罗斯的对冲基金就在即期外汇市场上抛售泰铢买进美元，对泰铢发起直接的攻击。它在短短几天的时间里就卖出了价值1亿美元的泰铢。在这种情况下，其他投机者纷纷跟进，形成了“狼群效应”，在外汇市场上出现了抛售泰铢抢购美元的风潮。

为了稳定泰铢的汇率，泰国中央银行不得不卖出美元买进泰铢，以保持外汇市场美元和泰铢供求的平衡。最后，泰国中央银行耗费了20亿美元，将这场规模不大的风潮平息下去。

书籍免费分享微信 jnztxy 朋友圈每日更新

虽然索罗斯的对冲基金损失了近500万美元，但是索罗斯却笑了。当对冲基金对泰铢发动突然袭击的时候，泰国中央银行事前没有觉察，事后又表现出对外汇市场调节能力的欠缺。索罗斯认为，这场金融战争赢定了。[2]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

索罗斯基金管理公司管理者索罗斯

索罗斯的辩解

在东南亚金融危机发生4年以后，索罗斯曾说过下面的话：“在金融运作方面，说不上有道德还是无道德，这只是一种操作。金融市场不属于道德范畴。它不是不道德的，道德根本不存在于这里，因为它有自己的游戏规则。我是金融市场的参与者，我会按照已定的规则来玩这个游戏，我不会违反这些规则，所以我不觉得内疚或要负责任。从亚洲金融风暴这个事情来讲，我是否炒作对金融事件的发生不会起任何作用。我不炒作，它照样会发生。”

关于这个问题，引用曾荫权先生接受电视台主持人采访时的话也许能够说明问题。当时主持人杨澜问：“在1999年的时候，我采访过乔治·索罗斯。他当时为自己的行为辩解说，他是一只狼，他会把羊群里比较弱的羊吃掉，这样羊群可以更好地发展。这是不是他当时狙击东南亚一些国家货币的一个辩解？”曾荫权回答：“我不知道谁是羊，也可能他是羊，而不是我们。他讲得轻松，但是影响的是老百姓，千千万万的人，受苦的不少。这并不是一个游戏，而是关于整个亚洲地区民生的问题。”

资料来源：http://finance.sina.com.cn.

[1] 塞巴斯蒂安·马拉比．富可敌国[M]．徐煦，译．北京：中国人民大学出版社，2011.
[2] 俞岱曦，等．金钱与梦想[M]．北京：中国文史出版社，1998.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

惨烈搏杀

琼斯在1997年4月底访问了泰国。索罗斯对冲基金的管理者出现在泰国引起社会的恐慌，连泰国的金融机构和企业也跟着抛售泰铢买进美元。泰国中央银行再次买进泰铢，以保持泰铢汇率稳定。

1997年5月11日晚上，泰国总理差瓦利·永猜裕发表电视讲话，表示政府要支持泰铢。但是，他在讲话中又画蛇添足地加上一句话：政府不能承诺做到保持泰铢汇率稳定。泰国政府和1992年的英国政府相似，既要捍卫本国货币汇率，但又缺乏信心。

1997年5月14日，索罗斯向他的对冲基金发出了攻击泰铢的指令。德鲁肯米勒把做空泰铢的赌注从20亿美元增加到35亿美元，做空金额达到基金可用资金的34%。别的对冲基金跟进做空泰铢，其中力度最大的是罗伯逊（Julian Robertson）的老虎基金，它建立了一个价值20亿美元的做空泰铢的仓位。德鲁肯米勒和罗伯逊做空泰铢的主要仓位是卖出远期泰铢。

与此同时，德鲁肯米勒继续以美元为抵押从泰国的商业银行借进了大量的泰铢，在即期外汇市场上卖出泰铢买进美元。其他投机者同样采取跟进的方式抛售泰铢，外汇市场的空气又骤然紧张起来。

投机者在即期外汇市场上卖出泰铢买进美元是直接攻击的手段，他们试图通过增加泰铢的供给来压低泰铢的汇率，然后用美元买进更多的泰铢以获取差价。例如，假定投机者向泰国商业银行借进26泰铢，按照26泰铢兑换1美元的即期汇率卖出26泰铢，得到1美元。在泰铢供给增加的影响下，如果泰铢的即期汇率跌到30泰铢兑换1美元，投机者便用0.87美元兑换26泰铢以偿还26泰铢的借款。在不考虑利息的情况下，每1美元的投机得到0.13美元的收益。

投机者在远期外汇市场上卖出泰铢买进美元是配合攻击的手段。远期外汇交易是指交易双方达成协议，确定兑换的币种、数量和汇率，然后在未来确定的时间进行兑换的交易。例如，假定远期汇率是26泰铢兑换1美元，投机者签订远期外汇交易协议，在30天后按照远期汇率用26泰铢兑换1美元。接着，投机者将在即期外汇市场上抛售泰铢。如果30天以后泰铢的即期汇率变为30泰铢兑换1美元，投机者将履行远期外汇交易协议，用借入的26泰铢兑换1美元，然后在即期外汇市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

场上用0.87美元兑换26泰铢以偿还26泰铢的借款，每1美元的投机得到0.13美元的收益。

即期外汇交易需要垫付泰铢，远期外汇交易则不需要垫付泰铢。如果投机者在即期外汇市场上的投机获得成功，他们在远期外汇市场上也将获得成功。相反，如果投机者在即期外汇市场上的投机遭受失败，他们在远期外汇市场上也将遭受失败。这意味着投机者成功将双倍收益，失败则双重损失。

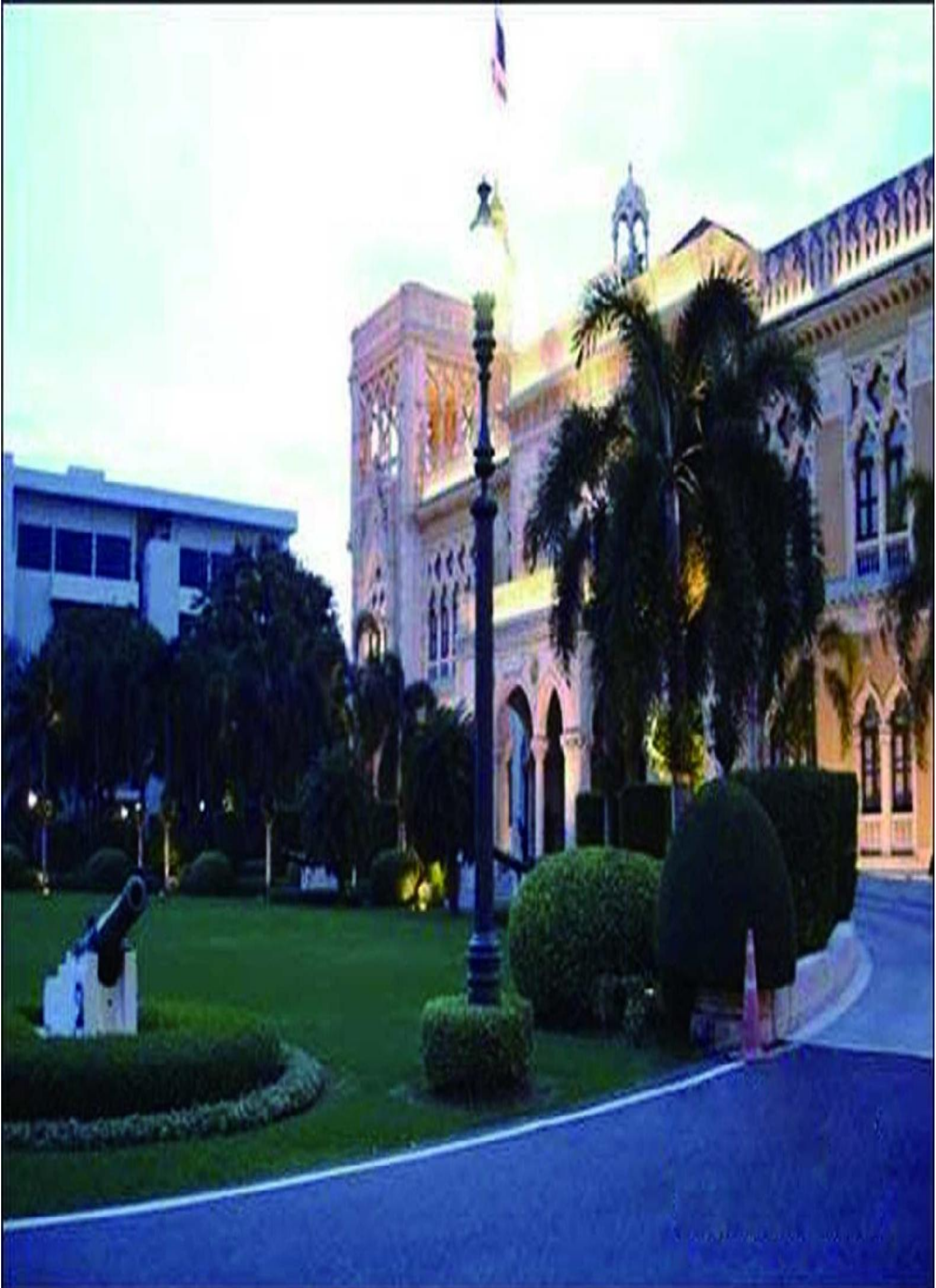
1997年5月14日，在投机者的攻击下，泰铢的汇率下跌到26.21泰铢兑换1美元，到达泰铢汇率11年来的最低水平。泰国政府顽强抵抗，投入60亿美元买进泰铢，尽可能地维持泰铢的汇率。

1997年5月15日，泰国总理差瓦利与财政部长庵雷·威拉旺紧急磋商，决定采用下述方法进行防御：第一，联合新加坡和我国香港的金融管理局对外汇市场进行干预，以增加防御的力度。第二，禁止泰国商业银行向外国投机者拆放泰铢资金，以断绝投机者的资金来源。第三，向日本中央银行寻求紧急资金援助，以补充美元资金。第四，将泰铢资金隔夜拆借利率提高到25%，共提高了11个百分点，以增加投机者的成本。

推高泰铢利率的方法对对冲基金的影响是很大的。在攻击泰铢的过程中，对冲基金需要不断借进新的贷款来偿还旧的贷款，利率的提高给对冲基金带来沉重的利息负担。据说，老虎基金在攻击泰铢的时候，为了维持做空泰铢的头寸每天支付的费用高达1000万美元。禁止银行对非居民发放贷款更是釜底抽薪，如果能够成功实施，对冲基金将无泰铢可卖。

新加坡和我国香港的金融管理局迅速做出反应，同时在外汇市场上用美元买进泰铢。在泰国政府的努力下和别的国家和地区货币当局的协助下，泰铢汇率回升到25.53泰铢兑换1美元。但是，投资者对泰国经济的前景仍然感到担忧，泰国股票价格下跌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

泰国总理府

泰国金融市场的动荡传染到其他东南亚国家，新加坡、马来西亚、菲律宾、印度尼西亚等地的股票价格纷纷暴跌，跌幅在1.36%到2.91%之间。东南亚国家中央银行相继采取了预防性措施。菲律宾中央银行两度提高隔夜贷款利率，并卖出了15000万美元来稳定菲律宾比索。马来西亚中央银行也在外汇市场上卖出美元买进马元，以保持马来西亚元汇率的稳定。

1997年5月16日，泰铢汇率回升到25.30泰铢兑换1美元的水平。泰国市场上洋溢着乐观的气氛，有的报纸预测对冲基金账面亏损是5亿美元，还有一家报纸甚至预测索罗斯对冲基金账面亏损达到40亿美元。在这种情况下，德鲁肯米勒把做空泰铢的赌注从35亿美元减少到30亿美元。



泰国总理差瓦利·永猜裕

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

泰国中央银行也乐观地表示，抛售泰铢的投机活动已基本结束，外汇市场开始恢复正常的状况，没有发现新的泰铢投机活动。泰国中央银行已经通知本国商业银行不提供货币市场利率的报价，不向外国投机者提供泰铢资金，以切断投机资金的来源。如果再度发生泰铢投机活动，中央银行将坚决进行干预。

对冲基金向泰铢发起的第二轮攻击再次遭受挫折。索罗斯没有想到泰国政府如此顽强，他的对冲基金继2月赔钱以后，5月再赔钱。索罗斯在思考，泰国和英国一样存在经常项目或国际收支逆差，一样实行刚性的汇率制度，但是攻击的结局似乎有所不同。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

沉重一击

世界上的事情往往是那样的错综复杂，不但不同的经济问题会绞在一起，而且经济问题与政治问题也会绞在一起。如果仅仅从抑制外汇市场投机的角度来看，断绝对方资金来源无疑是一种最有力和最彻底的方法。但是能否坚决实行这种方法，事情好像又不那么简单。

虽然泰国政府暂时保持了泰铢汇率的稳定，但是泰国经济的动荡使泰国总理差瓦利·永猜裕受到了反对党的严厉批评，他面对着经济和政治的双重压力。1997年5月25日，泰国总理差瓦利·永猜裕和财政部长庵雷·威拉旺再次磋商，研究稳定泰铢汇率的问题，他们准备要用更加严厉的手段抑制外汇市场的投机活动。

1997年6月2日，按照财政部长庵雷·威拉旺的指示，泰国中央银行发布公告，要求泰国金融机构停止货币互换交易、利率期权交易、远期外汇交易、外汇期权交易。另外，泰国中央银行要求泰国金融机构每天详细报告外汇交易情况，并保留有关外汇交易的票据。

这一招比禁止本国商业银行向外国机构投资者发放泰铢贷款还要狠！

货币互换交易是指交易的双方达成协议，相互交换不同货币的债务，并在一定的时间里支付各自债务的利息，然后在到期时再交换回原来的债务。例如，投机者可以用美元债务交换泰铢债务，在一定的时间里投机者支付泰铢债务的利息，到期时再用泰铢债务交换回美元债务。这样，投机者就可以将美元资金转换为泰铢资金，以用于外汇市场的投机。停止货币互换交易实际上就是要断绝投机者以这种方式获得泰铢资金。

利率期权交易是指交易的双方达成协议，买方支付一定的费用以后，获得了在一定的时间里按照一定的利率借入某种债务的权利。卖方得到了这些费用以后，则必须要履行相应的责任。例如，投机者支付一定的费用以后，获得了在一定的时间里按照一定的利率借入泰铢资金的权利。一旦他们需要泰铢资金的时候，就可以实施这种权利。停止利率期权交易实际上就是要断绝投机者以这种方式获得泰铢资金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

远期外汇交易是指交易的双方达成协议，确定兑换的币种、数量和汇率，然后在一定的时间后才进行兑换的交易。如前所述，这种交易的特点是只需要交纳少量的保证金，但一旦即期汇率发生变化则可以获得远期汇率和即期汇率的差价。停止远期外汇交易实际上是要避免泰铢在外汇市场上受到立体的攻击。

外汇期权交易是指交易的双方达成协议，买方支付一定的费用以后，获得了在一定的时间里按照一定的汇率进行一定数量的两种货币兑换的权利。例如，如果投机者预料泰铢兑换美元的汇率将会贬值，他们可以支付一定的费用以后买进泰铢卖权，即在一定的时间里按照26泰铢兑换1美元的协议规定的汇率卖出一定数量的泰铢。假如泰铢兑换美元的即期汇率跌到30泰铢兑换1美元，他们便实施权利，用26泰铢兑换1美元，然后在即期外汇市场上用0.87美元兑换26泰铢以偿还26泰铢的借款，每1美元的投机同样得到0.13美元的收益。停止外汇期权交易同样是要避免泰铢在外汇市场上受到立体的攻击。

泰国中央银行的这些措施实际上是通过使金融市场回到原始状态的方式，来禁止投机者利用金融衍生工具来筹集泰铢资金和压低泰铢汇率。这就好比在现代战争中，处于军事技术落后的一方要击毁对方的卫星以断绝卫星通信，让双方回到报话机通信的时代。显然，这些措施的实施意味着投机者要攻击泰铢只能在即期外汇市场上卖出泰铢。这就是说，面对着对冲基金立体式的和排山倒海似的攻击，泰国中央银行在全部外汇市场上进行反击实力不够，但是只在一个外汇市场上进行反击还有胜算。

索罗斯吃了一惊，这也许就是英国中央银行和泰国中央银行的区别。发达国家的政府习惯于按常规出牌，发展中国家的政府则可能不按常规出牌。即使索罗斯预料到泰国中央银行会实行类似于这样的措施，但没有想到这些措施这么彻底！

然而，泰国中央银行6月2日的公告引起了轩然大波。显然，停止衍生金融工具的交易影响到所有的市场参与者，既包括投机者，也包括非投机者。在泰国，批评声四起。在曼谷街头，还出现了“庵雷是个蠢货”“差瓦利下台”等标语。

客观地说，泰国中央银行措施是一种十分严厉的措施，迫不得已才能使用。当时是否应该使用这些措施取决于泰国政府对形势的判断。如果泰国政府认为还有足够的力量与投机者抗衡，不应该实行这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

些措施；如果泰国政府认为泰国经济已经面临崩溃的威胁，应该实行这些措施。如果决策者的判断和措施正确，他们将成为英雄；如果决策者的判断和措施错误，他们将成为罪人。这就是政府重大决策的残酷性！

泰国中央银行的这些措施会伤害到无辜的机构和个人，因为他们的正常交易受到了破坏。这些措施会引起恐慌，因为大家明白不到危险的境地不会推出这样的手段。这些措施还会影响到泰国经济未来的发展，因为外国投资者会认为政府这样的举动属于随意改变政策而望而却步。任何经济决策都是有代价的，决策者必须度量决策的收益和代价。如果泰国经济发生崩溃的可能性很大，这些代价是值得的。

但是，对于投机者来说，结论则是很明确的。投机者最害怕的就是这样的非常规出牌。投机者在资金和手段上具有优势，但这种优势只有在市场规则不变的条件下才能显示出来，而泰国政府偏偏有权力去改变这种市场规则。显然，泰国政府有死穴，投机者也有死穴。

一场战争的胜利除了取决于军事家的智慧、战士的勇敢、武器的精良以外，还取决于许多别的因素，如政治、环境，甚至气候。泰国中央银行这些措施的实施需要有一个前提条件，这就是有一个强大的政府。但可惜的是，当时在泰国不具备这个前提条件。差瓦利政府执政时间不长，地位还不稳固，它在强大的批评浪潮中能坚持下去吗？

索罗斯看到了转机。索罗斯的对冲基金迅速动员媒体的力量，一方面嘲笑泰国中央银行的措施是多么无知和危险，另一方面散布庵雷·威拉旺将要下台的传言。泰国国内外舆论一片哗然，反对党的批评更加严厉。

索罗斯意识到该出手了。他的对冲基金在外汇市场上抛售了20亿泰铢，再次打出了一记重拳。外汇市场再次出现动荡，泰铢汇率面临新的贬值压力。泰国中央银行在5月份的反击中已经使用了210亿美元的外汇储备，这占据了它全部外汇储备的2/3，泰国中央银行已经没有多大还手的力量了。

1997年6月18日，差瓦利·永猜裕在舆论的压力下召开了紧急内阁会议。会上一片沉默，庵雷·威拉旺明白是他来做替罪羊的时候了。他沉重地说："这次泰铢出现问题，跟我有关系。目前国内压力很大，我坚持目前我宣布的一些政策，但我仍决定辞去财政部长职

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

务。”庵雷·威拉旺接受过良好的教育，是一位很有才能的政府官员，曾经担任过东南亚最大商业银行—盘谷银行的总裁以及外交部部长等职。他推荐他的副手塔农·比达亚接替自己的财政部长职务。

1997年6月19日，泰国财政部长庵雷·威拉旺和商业部长纳龙猜·阿加萨尼正式向差瓦利提出辞职。由于市场上的传闻得到了证实，投机者们大规模地抛售泰铢。在外汇市场再次出现重大动荡的情况下，泰国投资者们对未来的经济感到悲观，大量卖出股票。泰铢汇率迅速下跌，达到28泰铢兑换1美元的水平。泰国的股票价格也下跌了4.48%，跌到了461点。

1997年6月23日，泰国新财政部长塔农·比达亚宣誓就职。50岁的塔农·比达亚早年在美国西北大学获得企业管理博士学位，曾担任泰国军人银行总经理，属于非党派人士。他有20多年的银行经营经验，在泰国金融界颇有威信。

1997年6月25日，差瓦利·永猜裕公布了新财政年度的政府预算方案。按照该预算方案，将大幅度减少政府支出和增加政府收入，实现在经济衰退条件下的预算平衡。国会对预算的辩论将在3天后进行。议员们对该预算能否实现持怀疑态度，反对党也对预算提出了批评。

1997年6月27日，泰国财政部命令16家资金出现问题的金融公司停止营业30天，并要求这些金融公司同5家财力雄厚的金融公司中的任何一家合并。中央银行行长勒恩猜在新闻发布会上解释说，由于泡沫经济破灭，金融机构出现了严重的坏账，这16家金融公司已经不能靠自己解决问题，中央银行支持这16家金融公司与有财力的金融公司合并。

1997年6月28日，泰国国会对政府1998财政年预算方案展开激烈辩论，最后以217票对144票通过。按照该预算方案，1998年度的政府支出仅增加4%。

在泰国国内经济和政治乱成一团的时候，投机者也处在焦虑不安之中。索罗斯最担心的事情是香港货币当局和其他东南亚国家或地区的中央银行联合对外汇市场进行干预。他意识到：这几天是关键的日子，现在泰国处于政治动荡之中，别的国家和地区的政府不好有什么表示，只好袖手旁观。一旦泰国政府渡过难关，香港货币当局和其他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

东南亚国家或地区的中央银行有可能拉泰国政府一把。到那个时候，投机有可能失败，索罗斯的对冲基金有可能损失20亿美元。

索罗斯指示他的对冲基金：必须要果断地给予泰铢致命一击！

1997年6月28日和29日是周末。在30日外汇市场开市的时候，投机者又一次大规模地抛售泰铢。泰铢受到重创，27泰铢兑换1美元的汇率岌岌可危。泰国中央银行还在苦苦支撑着泰铢汇率。

1997年7月1日，老虎基金又打来一记摆拳，把做空泰铢的仓位增加到10亿美元。泰国中央银行10多天来为维护泰铢汇率已经消耗了50亿美元的外汇储备，泰国的外汇储备已经接近耗尽了。泰铢再次跌破28泰铢兑换1美元的汇率。

这一天出现了一个巧合，人们从这个巧合中体会到苦涩的意味。1997年7月1日，英国正式向中国移交了对香港的控制权，这意味着老殖民主义在东南亚留下的最后痕迹被彻底消除。同样是1997年7月1日，对冲基金对泰铢的攻击取得决定性胜利，这预示着金融资本的新殖民主义时代已经开始。

在这种情况下，塔农·比达亚只好告诉差瓦利·永猜裕，再这样继续下去泰国将损失惨重。差瓦利·永猜裕再次召开紧急内阁会议，讨论放弃盯住一篮子货币的汇率制度的问题。

1997年7月2日，泰国中央银行终于坚持不下去了，不得不宣布放弃现行的泰铢盯住一篮子货币的汇率制度，改为实行浮动泰铢汇率制。当天泰铢汇率应声下跌20%。面对泰铢对外购买力大幅度下降，泰国民众大量抢购价值稳定的黄金，15.2克金条的价格从4150泰铢上升到4450泰铢。

索罗斯的对冲基金和其他对冲基金终于坚持到最后的胜利！据报道，在泰铢的危机中，索罗斯对冲基金获得了7.5亿美元的收益，罗伯逊的老虎基金获得了3亿美元的收益。

1997年7月3日，泰国中央银行宣布关闭16家金融公司，并限制泰国金融机构对外借债。随即外国银行宣布减少对泰国金融机构的贷款额度，它们不再向泰国的地方银行和金融公司提供贷款，只允许泰国最重要的5家银行以很高的代价延期还款。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1997年7月14日，泰国政府大幅度下调了对1997年增长率的预期。泰国中央银行在6月已经将1997年国内生产总值增长率的估计值从7.1%下调到5.9%，当日又进一步下调到4.6%。据估计，在泰国91家注册金融公司中，约有30至60家处于困境。

1997年7月23日，泰铢再次出现大幅度下跌。泰铢兑换美元的汇率一度降至32.10泰铢兑换1美元，到达7月2日泰铢贬值以来的最低点。在外汇市场收市的时候，报价为31.30泰铢兑换1美元。

在这种情况下，泰国政府不得不请求国际货币基金组织提供援助。1997年7月28日，国际货币基金组织提出有条件的援助方案。援助的前提条件包括：第一，保持泰国货币的自由兑换，取消泰国中央银行在5月建立的泰铢境内和境外市场之间的壁垒；第二，尽管泰国政府的关税收入和公司税收入可能减少以及政府筹资的成本可能提高，但泰国政府仍需实行紧缩性的财政政策，把预算赤字保持在最低限度；第三，限制工资增长，防止货币降值的成本效应产生通货膨胀的后果；第四，改革破产法和银行规章以增加透明度；第五，对金融体系给予一次性紧急救济。

另外，国际货币基金组织还向泰国政府提出如下建议：第一，泰国的通货膨胀率应控制在7%以下，经常项目的逆差不应超过国内生产总值的7%；第二，加速实行泰国的私有化计划，允许外国在泰国商业银行持有的股本高于目前25%的限额；第三，不应再帮助已经陷入困境的泰国金融公司。

1997年7月31日，国际货币基金组织敦促泰国政府推进国有企业私有化，实行税制改革，并让陷于困境的金融公司破产。国际货币基金组织希望泰铢稳定在30泰铢兑换1美元的水平，通货膨胀率不超过7%，经常项目逆差不超过国内生产总值的7%。国际货币基金组织还建议应该提高外国居民在泰国商业银行持有的股本25%的限额。

1997年8月1日，美国标准普尔评级公司警告说，该公司有可能降低它给予泰国金融业的信用评分。泰国A级的外汇债务和AA级的泰铢债务被列入特别观察项目，泰国外汇债务和泰铢债务的评分有可能会分别降至A-级和AA-级。

1997年8月5日，泰国内阁同意接受国际货币基金组织给予的120亿～150亿美元的贷款，以防止发生金融业的全面崩溃。财政部长塔农·

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

比达亚说，国际货币基金组织的救助计划将使泰国的经济生活在短期内变得比较艰难，但是政府需要国际货币基金组织的支持，以恢复人们对泰国金融业的信心。

1997年8月6日，泰国政府宣布经济改革计划，其中包括削减政府支出、增加政府税收、全面改组金融机构、重建金融业基础等措施。

1997年8月22日，在外汇市场上泰铢汇率又出现下跌，达到34泰铢兑换1美元的水平。

泰国的外汇储备在1996年10月的时候约有400亿美元，到1997年7月只剩下66亿美元。泰国放弃盯住一篮子货币的汇率制度以来，泰铢已贬值了25%。泰国政府卖出升值的美元买进贬值的泰铢遭受25%的亏损，损失达到58.5亿美元。

泰国中央银行公布对金融机构及其资金的一揽子管理方案，以保护债权人和储户的利益，恢复公众对银行系统的信任。这一方案将包括短期和中期措施。其中短期措施包括：

第一，商业银行、信贷和金融公司立即改善管理和增加资金，允许外国公司在资金周转有困难的金融公司中持有25%以上的股份。

第二，泰国金融机构发展基金继续对58家因资金周转不畅被迫中止营业的金融机构提供援助，以使它们摆脱困境。

第三，金融公司必须从12月底起，增加提供给泰国金融机构发展基金的资金，金额总数从占其储蓄总额的1%增加到1.5%，以后增加到2%。

第四，泰国中央银行还将密切监视金融公司的资产的增加情况，金融公司新的对外借贷都必须得到中央银行的批准。

第五，泰国政府将为81家金融公司的债权人和储户提供担保，一旦情况恢复正常，债权人和储户将在提出申请和债务到期之日起的30天内取回存款、欠款和不超过最高利率的利息；如果有金融公司不能做到，泰国金融发展基金将代其偿还。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

毫无疑问，泰国经济出现了问题。但是也不能否认，投机者趁火打劫，对泰国进行公开的掠夺。泰国首先陷入了金融危机，接着陷入了经济危机。泰国产值锐减，大批企业破产，大量工人失业，数百万人陷入贫困。在金融危机和经济危机打击下，泰国的经济衰退持续了10年。[1]

[1] 俞岱曦，等. 金钱与梦想[M]. 北京：中国文史出版社，1998 ；李罗力. 金融风暴[M].贵阳：贵州人民出版社，1979.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

挥师南进

间歇性攻击

以对冲基金为代表的投机者在泰国的投机成功以后，迅速将攻击的目标转向了其他东南亚国家。他们开始在东南亚国家的外汇市场上抛售当地货币。

在这里，有必要首先简单介绍一下东南亚有关国家的情况。

马来西亚面积33万平方公里，人口3100多万。马来西亚自然资源丰富，橡胶、棕油及胡椒的产量和出口量居世界前列。此外还有铁、金、钨、煤、铝土、锰等矿产品和热带硬木等林产品。20世纪70年代以前，马来西亚经济以农业为主，依赖初级产品出口。20世纪70年代以后，马来西亚不断调整产业结构，大力推行出口导向发展战略，电子业、制造业、建筑业和服务业发展迅速，成为亚洲地区引人注目的新兴工业国之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

马来西亚首都吉隆坡

印度尼西亚190万平方公里，人口2.61亿人，为世界第四人口大国。印度尼西亚资源丰富，有“热带宝岛”之称，矿产主要有石油、天然气、煤、锡、铝矾土、镍、铜、金、银等。已探明矿产储量：石油500亿桶，天然气730000亿立方米，煤360亿吨。森林面积1.45亿公顷[1]，约占国土总面积74%。印度尼西亚可可、棕榈油、橡胶、胡椒、咖啡产量均居世界前列。



印度尼西亚首都雅加达

菲律宾约30万平方公里，人口1.03亿。菲律宾自然资源丰富，矿藏主要有铜、金、银、铁、铬、镍等20余种。菲律宾仅巴拉望岛西北部海域就有石油储量约3.5亿桶，菲律宾的地热资源预计有20.9亿桶原油标准能源。菲律宾水产资源也很丰富，鱼类品种达2400多种，其中金枪鱼资源居世界前列。菲律宾的主要粮食作物是稻谷和玉米，椰子、甘蔗、马尼拉麻和烟草是菲律宾的四大经济作物。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



菲律宾首都马尼拉

新加坡国土面积约719平方公里，人口561万。新加坡的经济传统上以商业为主，是著名的国际金融中心、国际航运中心、国际贸易中心。新加坡经济的支柱产业是商业、制造业、建筑业、金融业、交通和通信业。它还是世界第三大炼油中心。20世纪70年代以后，新加坡经济蓬勃发展，成为“亚洲四小龙”之一。

正在东南亚国家经济蒸蒸日上、人民生活水平不断提高的时候，一场灾难降临到它们的头上。

1997年7月2日，当泰国政府放弃了盯住一篮子货币的汇率制度并且泰铢汇率出现大幅度贬值的时候，新加坡、马来西亚、菲律宾等东南亚国家的政府对外汇市场进行了预防性干预，它们相继在外汇市场上用美元买进本国货币，以稳定本国货币的汇率。但是，它们很快就意识到，面对蜂拥而至的国际投机者，它们已经力不从心了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



新加坡

7月11日，首先陷入困境的是菲律宾比索。在抛售比索的压力下，菲律宾政府不得不步泰国后尘，让比索自由浮动。在菲律宾政府宣布实行浮动汇率制度的几个小时后，比索汇率贬值了近6%。比索利率在一天以后跃升到25%。随着菲律宾比索汇率的贬值，马来西亚林吉特和印度尼西亚盾汇率也出现下挫。

7月13日，印度尼西亚中央银行宣布，放弃维持印尼盾与美元之间比价的努力，印尼盾的汇率将由市场供求来决定。消息传出以后，印尼盾与美元的汇率立即从2680印尼盾兑换1美元贬值到2800印尼盾兑换

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1美元。在7月2日的时候，印尼盾与美元的汇率还是2450印尼盾兑换1美元，这意味着到7月13日印尼盾已经贬值14%。

人们可能感觉到奇怪，堂堂一个国家的中央银行，怎么不是投机者的对手呢？问题在于这些投机者不是一个，而是一群，并且都是规模巨大的机构投资者。更何况一旦投机风潮掀起，将引起社会恐慌。试想一下，如果每个菲律宾人或印度尼西亚人都拿着本国货币要求兑换美元，中央银行还能支撑下去吗？

在东南亚国家的货币中，相对来说能够保持稳定的就是新加坡元了。

1997年7月18日，新加坡元兑换美元的汇率曾下跌到1.4599新元兑换1美元。在外汇市场上，1.4500新元兑换1美元被看作是新元的支持点。投机者看到新元汇率突破1.4500新元兑换1美元，便纷纷抛售新元，致使新元汇率下跌到1.4599新元兑换1美元。在收市之前，新元汇率终于回升到1.4565新元兑换1美元，全天跌了0.8%。

在东南亚国家中，新加坡是金融实力较强的国家。对于新元的轻微贬值，外汇市场上有两种说法：一是投机者认为菲律宾比索、马来西亚元和印尼盾已经跌得差不多了，于是将投机的目标集中在新加坡元。二是新加坡金融管理局不希望在本地区货币相继贬值以后新元的汇率保持不变，因而没有积极干预外汇市场。

在1997年7月18日以后的一段时间，东南亚国家的金融市场处于相对稳定的状态。



新加坡金融管理局

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1997年7月25日，亚太地区中央银行行长（或金融管理局负责人）会议在上海召开，来自澳大利亚、中国内地、中国香港地区、印度尼西亚、日本、韩国、马来西亚、新西兰、菲律宾、新加坡、泰国的11家中央银行（或金融管理局）高级官员出席会议。会议就如何防止东南亚国家的货币市场失控的问题进行讨论。会议在傍晚发表联合声明，表示将探讨加强本身货币币值的方法，而且重新签订货币互换协议。

在同一天，第30届亚细安外交部长会议在吉隆坡闭幕，九国外交部长发表联合公报，对投机者这种精心策划的动摇亚细安国家货币稳定的行动表示深切的关注，并认为这种行动威胁到了所有亚细安国家的经济稳定。东道国总理马哈蒂尔指出，“我们最近看到了一项经过精心策划的行动，它企图通过造成亚细安国家货币不稳定的方式，来破坏我们的经济；虽然我们的经济基础良好，但任何人只要手上有几十亿美元，就能够摧毁我们所取得的进展。”

1997年7月28日，泰国政府同意与国际货币基金合作解决泰铢疲软的问题。泰铢汇率出现回升。27日泰铢的汇率是31.72泰铢兑换1美元，28日升至30.00泰铢兑换1美元。在泰铢汇率上升的带动下，东南亚国家的货币汇率也出现回升的情况。27日新加坡元的汇率是1.4690新元兑换1美元，28日升至1.4620新元兑换1美元。马来西亚林吉特和印尼盾的汇率也在上升。唯一下跌的是菲律宾比索，它从28.48比索兑换1美元下跌到28.50比索兑换1美元。

1997年8月14日，东南亚国家的外汇市场再次出现动荡，印尼盾汇率大幅度贬值，汇率达到2775印尼盾兑换1美元。

1997年8月15日，新加坡元对美元的汇率下跌了1.5%，跌到38个月以来的最低点。马来西亚林吉特与美元的汇率下跌了6%，跌到24年来的最低点。印尼盾与美元的汇率下跌了6.6%。在这种情况下，新加坡和马来西亚的中央银行分别对外汇市场进行了干预。

在这一天，一直表现良好的港元也受到强大的投机冲击。由于担心港元会成为投机者下一个攻击的目标，人们纷纷在周末前卖出港元买入美元。港元与美元的汇率在下午开市后一度到达被香港金融管理局认为警戒线的7.75港元水平，这种情况持续时间超过两个小时。后来港元以7.7495港元兑换1美元收市。香港股票市场受到外汇市场动荡的影响下跌了400点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1997年8月19日，印度尼西亚中央银行宣布，1周至3个月的银行存款利率提高两倍。

1997年8月20日，我国香港金融管理局对外汇市场进行干预，成功击退了投机者的一次突袭，港元与美元的汇率保持在7.74港元兑换1美元的水平。股票市场反弹378点，恒生指数以15856收市。

1997年8月23日，东南亚国家的货币汇率在经历了短短2天的稳定以后又发生下跌。马来西亚林吉特兑美元的汇率下跌了0.6%，为2.77林吉特兑换1美元；新加坡元对美元的汇率下跌0.5%，为1.5045新加坡元兑换1美元；印尼盾兑美元的汇率下跌了2.1%，为2745盾兑换1美元。印度尼西亚雅加达股票交易所指数下跌了4.75%。

东南亚国家的金融市场处在痛苦的呻吟之中。

[1] 1公顷＝10000平方米。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

欲擒故纵

以对冲基金为代表的投机者对东南亚国家的金融市场进行了间歇性攻击，东南亚国家的金融市场已经疮痍满目。

1997年8月25日，索罗斯声称，东南亚的货币危机将接近尾声。此话一出，东南亚国家的外汇市场纷纷出现反弹。印尼盾的汇率从24日的2700盾兑换1美元上升到2695盾兑换1美元，马来西亚林吉特的汇率从24日的2.7720林吉特兑换1美元上升到2.7710林吉特兑换1美元，新加坡元的汇率从24日的1.5020新元兑换1美元上升到1.4918新元兑换1美元。东南亚国家的政府似乎松了一口气。

但是，人们没有料到，这是索罗斯欲擒故纵之计！

1997年8月26日，投机者更猛烈的一次攻击开始了。马来西亚林吉特汇率从25日的2.7710林吉特兑换1美元下跌到2.7900林吉特兑换1美元。随着林吉特汇率的下降，吉隆坡股票市场价格下跌27.96点，吉隆坡综合指数收市时报856点，为31个月来的最低点，跌幅达3.16%。新加坡元从25日的1.4918新元兑换1美元下跌到1.4980新元兑换1美元。印尼盾从25日的2695印尼盾兑换1美元一度跌至2785印尼盾兑换1美元。菲律宾比索再度跌破30比索兑换1美元的心理底线，全天的最低点在30.50比索兑换1美元的水平，最终以30.02比索兑换1美元收市。

1997年8月27日，马来西亚林吉特汇率继续下跌！跌到2.8300林吉特兑换1美元的水平。新加坡元继续下跌！在收市时报1.5042新加坡元兑换1美元。菲律宾比索汇率继续下跌！跌到30.10比索兑换1美元。印尼盾汇率继续下跌！跌到2857印尼盾兑换1美元。

1997年8月28日，马来西亚林吉特汇率仍在下跌！跌到2.8885林吉特兑换1美元。新加坡元汇率仍在下跌！跌到1.5160新加坡元兑换1美元。印尼盾汇率仍在下跌！跌到2910印尼盾兑换1美元。印尼盾从1997年以来已跌了30%。马来西亚的外汇交易员表示，抛售马来西亚林吉特的主要是美国的基金。另外，吉隆坡股票市场价格和林吉特汇率暴跌也引起马来西亚公司的恐慌，纷纷卖出林吉特以换取美元。

1997年9月1日，印尼盾在上午一度回升到2840印尼盾兑换1美元，但是在下午又走软，最后以2952.50印尼盾兑换1美元收市。菲律宾比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

索也一度回升到29.95比索兑换1美元的水平，但最后比索以30.32比索兑换1美元的水平收市。马来西亚林吉特汇率又跌到2.9305林吉特兑换1美元。新加坡元汇率则微升到1.5145新元兑换1美元。

1997年9月2日，风暴并没有平静下来的迹象。菲律宾比索一度下跌到30.81比索兑换1美元兑的新低点，最后以30.6880比索兑换1美元收市。马来西亚林吉特汇率跌到2.9460林吉特兑换1美元，新加坡元汇率跌到1.5225新加坡元兑换1美元，印尼盾则再跌到3035印尼盾兑换1美元。

1997年9月3日，东南亚国家的货币仍然处在悲风惨雨之中，它们的汇率连续5天下跌后还是下跌。菲律宾比索创下了实行自由浮动之后最大的一日跌幅，曾下跌到31.84比索兑换1美元兑的新低点，最后以31.725比索兑换1美元收市。马来西亚林吉特的汇率继续疲软，以2.9885林吉特兑换1美元再创新低，并逼近3林吉特兑换1美元的心理关口，最后以2.9875兑换1美元收市。印尼盾的汇率再跌至中午的3030印尼盾兑换1美元，最后以3020印尼盾兑换1美元收市。新加坡元是东南亚国家的货币中表现较好的货币，它的汇率在收市时是1.5185新加坡元兑换1美元。

1997年9月4日，马来西亚林吉特汇率终于跌破3林吉特兑换1美元的心理价位。菲律宾比索汇率创下32.43比索兑换1美元的新低点，在收市时报32.38比索兑换1美元。印尼盾汇率在收市时微跌至3025印尼盾兑换1美元。新元汇率在收市时也跌到1.5255新元兑换1美元。从7月1日至9月4日，东南亚国家货币的汇率大幅度下降。印尼盾跌了约25%，林吉特和菲律宾比索各跌了约20%，新加坡元受影响较轻，只跌了6.7%。随着林吉特汇率贬值，吉隆坡股票市场价格继续下跌，从2月到9月4日已经跌了约43%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



马来西亚中央银行

在东南亚国家的货币汇率大幅度下跌的情况下，部分对冲基金开始收获了。以马来西亚林吉特的投机为例，假定某对冲基金在林吉特的月利率是0.5%的条件下借入100亿林吉特，并在2.7710林吉特兑换1美元的汇率下卖出100亿林吉特以换取36.09亿美元，到林吉特汇率贬值到3.0000林吉特兑换1美元时，用33.50亿美元买进100.50亿林吉特偿还贷款本息，在短短1个月的时间内便可以得到2.59亿美元的收益。另外，对冲基金不仅在即期外汇市场上进行投机，而且在远期外汇市场、外汇期货市场、外汇期权市场进行投机，这样它们可以得到数倍于即期外汇市场的收益。

1997年9月5日，东南亚国家似乎松了一口气。马来西亚林吉特兑换美元的汇率出现大幅度反弹，其他东南亚国家的货币兑换美元的交易也在林吉特的带动下止跌回升。林吉特兑换美元的汇率一度回到1美元兑2.9230林吉特，离开了3林吉特兑换1美元的心理价位。在亚洲外汇市场收市时报2.93751林吉特兑换1美元。

在同一天，菲律宾中央银行宣布，本国商业银行所持有的美元不能超过资本的5%或1000万美元，并以较低者为准。商业银行纷纷卖出美元，使菲律宾比索兑换美元的汇率在窄幅中波动，在亚洲外汇市场收市时报32.35比索兑换1美元，与9月4日相比略有上升。印尼盾稳定在2947.5盾兑换1美元的水平，与9月4日相比有一定幅度的上升。新加坡元回到1.5150新元兑换1美元的水平，与9月4日相比也略有上升。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

从1997年9月8日开始，东南亚国家的货币汇率进一步缓慢升值，对冲基金似乎逐渐撤离了东南亚国家的金融市场。1997年9月9日，虽然菲律宾中央银行在外汇市场上买进了1900万美元来增加美元储备，但是比索汇率却连续第三天回升，上升到31.30比索兑换1美元。

印尼中央银行降低了双边央行存款证的利率1～2个百分点，但是印尼盾仍然保持上升的趋势，印尼盾与美元的交易相当平静，收市时2896.50印尼盾兑换1美元。马来西亚林吉特最糟糕的时期已经过去，马来西亚政府决定取消蓝筹股的卖空限制，并延迟主要基础设施项目的建设。新加坡元交易保持平稳，新加坡元汇率微升至1.5005新元兑换1美元。

在这期间，也发生了一些令东南亚国家心惊胆战的事情。例如，菲律宾市场传闻的银行与金融机构发生危机，5家商业银行遭到存款人挤提，但菲律宾中央银行对此加以否认，菲律宾国家调查局对这个谣言展开调查，这场风波才得以平息。

到1997年9月15日，除了泰铢和菲律宾比索兑换美元的汇率稍微下跌以外，大多数东南亚国家货币在美元对各主要货币回软的情况下保持稳定。东南亚国家外汇市场基本上在平静中交易，大幅度的汇率波动已趋于平缓，东南亚的金融风潮已接近尾声。

虽然投机浪潮过去了，但是它们的货币汇率大幅度贬值影响了它们的对外经济活动。股票价格暴跌引起的“财富效应”导致消费需求和投资需求减少，从而导致国内生产总值下降，东南亚国家在金融危机的打击下纷纷陷入了经济衰退。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

愤怒的谴责和无奈的哀叹

对冲基金在东南亚国家为所欲为，肆意掠夺东南亚国家的财富，引起了东南亚国家的愤怒。1997年8月30日，马来西亚总理马哈蒂尔在一次政党会议上指出，国际投机者操纵了东南亚国家的外汇市场和货币市场，导致马来西亚外债增加10%，资本市场损失1613亿美元，企业资产减少10%，人均收入从4600美元减少到4200亿美元。

1997年9月20日，马哈蒂尔参加了在我国香港举行的世界银行与国际货币基金组织第52届年会，在会上发表了题为“亚洲的机遇”的演讲，他愤怒地喊道：“这些亿万富翁其实并不需要更多的金钱，他们仅仅因为不愿意看到发展中国家的繁荣而进行极不道德的破坏……最近外汇投机者对马来西亚货币的打击使我们的经济倒退了10年，这是对马来西亚市场的强暴。”

在这次年会上，马哈蒂尔和索罗斯都被邀请发表演讲，记者们以浓厚的兴趣期待着这场唇枪舌剑。但是，马哈蒂尔在9月20日发表演讲以后便离去，而索罗斯在9月21日才到会并发表演讲。他在演讲中为自己辩解：“我受到马哈蒂尔各种伪造的令人讨厌的谴责，我成为他掩盖自己缺点的替罪羊，他在给国内听众表演。”[1]鳄鱼通常是在吞噬猎物前滴几滴眼泪，但索罗斯则在吞噬猎物后也滴几滴眼泪：他在会上对在东南亚国家货币动荡中遭受打击的穷人表示同情。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



马来西亚总理马哈蒂尔

马哈蒂尔简介

马哈蒂尔1925年12月20日生于马来西亚吉打州首府亚罗士打。马哈蒂尔家境贫寒，父亲是一名教师。他中学毕业后，曾开过咖啡店，卖过水果和手工艺品。马哈蒂尔1953年从新加坡马来亚大学医学系毕业后进入政府卫生部门工作，后在家乡开过私人诊所。他育有3个女儿和2个儿子。马哈蒂尔对政治一直怀有浓厚的兴趣，1946年加入马来民族统一机构开始其政治生涯，1964年在政坛崭露头角，当选为国会下院议员。马哈蒂尔1973年被任命为国会上院议员，次年放弃上院议员资格竞选下院议员获得成功，入阁担任教育部长。他1976年出任副总理兼教育部长，1978年出任副总理兼贸工部长，1981年7月任马来西亚总理，并曾兼任国防部长、内政部长和财政部长等职。2003年，马哈蒂尔辞去总理职务并正式退休。在1997年东南亚金融危机中，他是东南亚国家中最激烈地抨击国际投机者的领导人。

1997年夏季对于印度尼西亚来说是一个灾难性的夏季。7月，森林火灾与金融危机同时爆发。这场大火烧了3个月，受灾森林面积达到了80万～150万公顷，大气受到严重污染。在森林大火即将熄灭的时候，9月26日，印尼鹰记航空公司一架空中客车民航客机坠毁，机上234人全部遇难。9月28日，印尼苏拉威西岛发生6级强烈地震，死亡人数超

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

过300人。印度尼西亚媒体甚至发出这样的哀求："上帝别再惩罚我们了。"

反思与启示

当一个发展中国家准备实行本国货币在资本与金融项目的可兑换，并且同时准备对外开放金融市场的时候，该国政府必须认真地自问一下：货币当局有足够的能力来应付频繁的而且可能是大规模的国际资本流动冲击吗？同时还必须仔细地考察一下：本国金融体制能够承受频繁的而且可能是大规模的国际资本流动冲击吗？在没有肯定的回答以前，切不可过早对外开放本国货币和本国金融市场。泰国的沉痛教训就是，在货币当局的监管能力不强，金融体系不健全的条件下匆匆走上金融开放的道路。

[1] 俞岱曦，等. 金钱与梦想[M]. 北京：中国文史出版社，1998.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第三章　在中国暗流涌动：赌人民币汇率升值

对冲基金之所以能够攻击英国、东南亚国家和我国香港地区的金融市场，是因为它们的金融市场是开放的。对于中国这样的实行外汇管制和金融市场对外开放程度不高的国家，境外投机者不能明目张胆地对中国的金融市场展开攻击。但是，只要在中国存在获得高额利润的机会，他们是不会轻易放弃的。从2002年到2015年，热钱经历了一个大规模流进到大规模流出的过程，在中国就发生了一场鲜为人知的金融秘密战。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

热钱涌入中国

施加压力

所谓“热钱”，指的是投机性资金。在世界范围内，特别是在发达国家，各种金融机构都持有相当数量的资金用于金融资产的投机，这些资金就是“热钱”。在经济虚拟化和经济全球化的条件下，热钱在世界范围内游荡，哪个地方有利可图，热钱就流向哪个地方。但是，为什么热钱对中国感兴趣呢？

2001年以来，外国媒体和政府不断对中国政府施加压力，要求人民币汇率升值。2001年8月7日，英国《金融时报》发表了题为“中国廉价的货币”的文章，指出人民币汇率的低估成就了中国出口商品的价格竞争力。2001年9月6日，《日本经济新闻》发表了题为“对人民币升值的期望”的文章，也提出了同样的问题。

所谓一种货币汇率低估是指该货币兑换的外汇过少了，也就是说它应该兑换更多的外汇。例如，如果6元人民币应该兑换1美元，现在8元人民币兑换1美元，这就意味着人民币汇率低估了。在这样的情况下，如果在中国制造一种商品是6元人民币，在不考虑运输成本和关税的条件下，按照“应该”的汇率卖到外国是1美元，但按照实际的汇率卖到外国是0.75美元，这样出口商品的价格竞争力将增强。

2003年2月，参加七国财政部长会议的日本财政大臣盐川正十郎在会议上敦促其他国家的财政部长和中央银行行长对中国政府施加压力，迫使人民币汇率升值。他认为，中国出口货物价格低廉是全球通货紧缩的一个原因，对全球经济产生负面影响。目前与美元挂钩的人民币汇率已经不能反映中国快速增长的经济现状，他要求其他国家与日本一道对中国政府施加压力，迫使中国政府重新评估人民币的汇率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



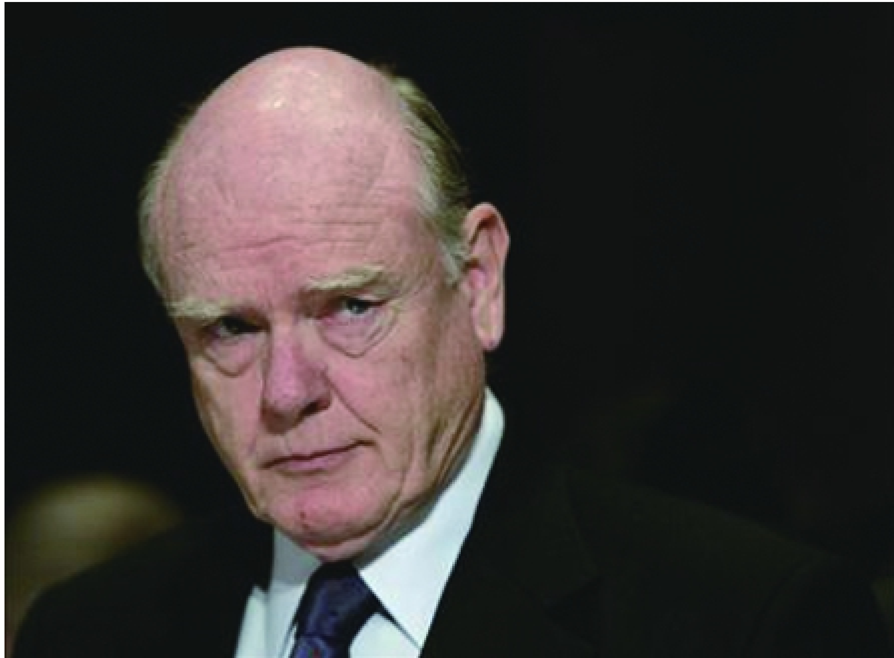
日本财政大臣盐川正十郎

盐川正十郎简介

盐川正十郎（Masajuro Shiokawa），自民党成员。1921年10月生，大阪府人。1944年，庆应大学经济学院毕业。1967年以来多次当选众议员。1980年7月任运输大臣，1986年任教育大臣，1989年任官房长官，1991年11月任自治大臣。1995年9月任自民党总务会长，后去职。2001年4月任财务大臣。1980年12月来华参加首次中日政府成员会议。1998年至2000年任日本大学校长。

2003年6月，美国财政部长斯诺（John W.Snow）发表讲话，鼓励中国政府实行以市场为基础的弹性汇率制度。2003年7月，美国联邦储备委员会主席格林斯潘（Alan Greenspan）也指出，人民币汇率应该自由浮动。2003年9月，欧洲联盟外交事务专员彭定康（Christopher Francis Patten）表示，欧洲联盟同美国一样关注人民币汇率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

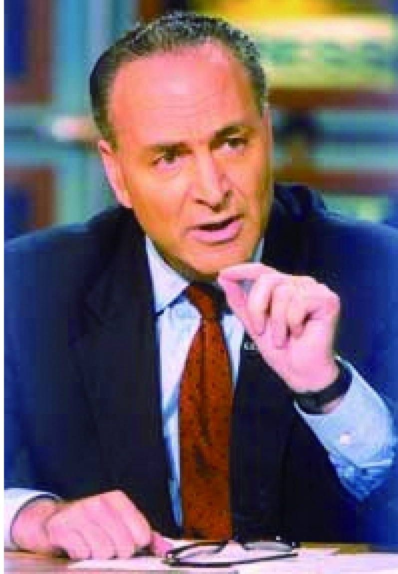


美国财政部长斯诺

如果说美国政府官员的话还比较客气，那么美国的某些团体就不那么客气了。2003年10月，美国一个由多个贸易协会组成的“健全美元同盟”指出，如果再不制止中国政府人为地维持人民币低汇率的做法，将对世界贸易伙伴造成极大的打击。它要求美国政府根据美国贸易法案的“301条款”，迫使人民币汇率升值。这就是说，如果中国政府不让人民币汇率升值，美国政府要对中国输往美国的商品进行报复。[1]

2005年4月，纽约州民主党参议员查尔斯·舒默（Charles Schumer）和南卡罗来纳州共和党参议员格雷厄姆（Lindsey Graham）提出了《舒默——格雷厄姆修正案》。该修正案要求中国政府提高人民币汇率，否则对中国出口到美国的所有商品一律加征27.5%的关税。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



民主党参议员舒默

查尔斯·舒默简介

查尔斯·舒默是美国民主党参议员，被媒体冠以“制造新闻的人”的称号。他似乎特别关注中国。他和另一位参议员格雷厄姆联合提出《舒默——格雷厄姆修正案》，声称中国如果不在6个月内调整人民币汇率，美国将对所有进口的中国商品加征27.5%的惩罚性关税。在中国海洋石油总公司准备竞购美国尤尼科公司的时候，舒默提出了对海外企业主导的收购美国公司的交易增加新的障碍的法案，这个法案后来获得了美国参议院的批准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



共和党参议员格雷厄姆

林赛·格雷厄姆简介

林赛·格雷厄姆是美国共和党参议员，他和另一位参议员查尔斯·舒默联合提出《舒默——格雷厄姆修正案》，声称中国如果不在6个月内调整人民币汇率，美国将对所有进口的中国商品加征27.5%的惩罚性关税。他还在中美贸易上多次指责中国。

2005年4月6日，美国联邦众议院立法委员提出2005年的中国货币法案，目的在于要求中国政府调整人民币汇率，也迫使美国政府在中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

国汇率制度方面采取更为强硬的行动。美国两个主要政党的国会代表掀起了新一轮浪潮。修正案发起人之一的舒默在4月7日对前来国会山作证的美国财政部长斯诺说，参议院的表决表明，国会不会无限期等待中国做出调整人民币汇率的决定，也不会容忍布什政府在这个问题上继续没有成果。

据报道，面对参议院的表决以及舒默参议员面对面的指责，财政部长斯诺指责参议院动作过急。斯诺说："我认为，你推动这项法案是一个严重错误，它会产生适得其反的效果。我能理解支持这项法案的人的心情，其实我也有同感，我们需要朝着市场决定汇率的方向迈进，但问题是我们怎么能以最佳的方式达到这个目标。你不希望扰乱中国的金融体制，导致又一场东南亚金融风暴，对吧？"斯诺在作证时拒绝把中国政府将人民币汇率与美元直接挂钩的做法说成是操纵人民币的一种行为，也不认为人民币汇率与美元直接挂钩是造成美中贸易严重不平衡的一个重要原因。

日本政府和美国国会这种做法似曾相识。

1985年，日本取代美国成为世界上最大的债权国，日本制造的产品充斥世界商品市场。美国制造业企业、国会议员纷纷游说美国政府，要求里根政府干预外汇市场，让美元汇率贬值，以挽救美国制造业。

1985年9月，美国财政部长詹姆斯·贝克（James Back）、日本财政部长竹下登、联邦德国财政部长杰哈特·斯托登伯（Gerhard Stoltenberg）、法国财政部长皮埃尔·贝格伯（Pierre Beregovoy）、英国财政部长尼格尔·劳森（Nigel Lawson）等五个发达工业国家财政部长及五个国家的中央银行行长在纽约广场饭店（Plaza Hotel）举行会议，五国政府联合干预外汇市场，使美元对主要货币汇率有秩序地向下调整，以解决美国巨额贸易逆差问题。由于这个协议在广场饭店签署，该协议被称为"广场协议"（Plaza Accord）。

"广场协议"签订后，五国政府联合干预外汇市场，开始抛售美元买进日元，继而形成投资者的抛售狂潮，导致美元兑日元汇率持续大幅度贬值。1985年9月，美元与日元的汇率在1美元兑换250日元左右。在协议签订后不到3个月的时间里，迅速下跌到1美元兑换200日元左右，跌幅达20%。但是，以美国财政部长贝克为代表的美国政府仍不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

断地表示美元汇率水平偏高，还有下跌的空间。在美国政府的干预下，美元对日元汇率继续大幅度下跌，到1986年底跌到1美元兑换152日元，到1987年最低达到1美元兑换120日元。在不到3年的时间里，美元对日元汇率贬值达50%。

日元汇率大幅度地升值导致日本出口减少、进口增加，对日本出口导向的经济产生了不利的影响。为了刺激经济，日本政府实行扩张性的货币政策来推动利率的下降。从1986年起，日本的基准利率大幅度下降，廉价的资金大规模涌进股票市场和房地产市场，最终导致日本在1990年形成严重的泡沫经济。1989年，日本泡沫经济破灭，日本爆发了以银行危机为特征的金融危机，并使日本陷入长达13年的经济衰退。

不能说“广场协议”是导致日本泡沫经济的主要原因，但可以说“广场协议”是导致日本泡沫经济的诱导因素。

日本政府在遭受日元汇率升值之害以后，却反过来要求人民币汇率升值。而美国政府则故伎重演，要求人民币汇率升值。中国政府能够扛得住这样的压力吗？

但是，不论中国政府如何反应，这给予境外投机者们一个重要的信号，人民币汇率有可能大幅度升值。如果现在将美元兑换为人民币，等待着人民币升值以后再用人民币兑换回美元，不就可以得到人民币汇率升值的差价吗？

[1] 杨帆，等. 透视汇率[M]. 北京：中国经济出版社，2005.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

汇率低估了吗

在2005年以前，中国实行以市场供求为基础的、有管理的浮动汇率制度。人民币汇率制定的方法是：中国人民银行在每个营业日公布上一个营业日外汇市场形成的加权平均汇率，确定人民币对美元、港元、日元三种货币的基准汇率。人民币对其他外汇的汇率则根据人民币对美元的汇率以及美元对这些外汇的汇率确定。在本营业日，人们可以在外汇市场自由议价决定汇率，但成交汇率不能超过基准汇率±0.15%。

在这里，“以市场供求为基础”是指人民币汇率不是由中国人民银行的主观意志决定的，而是以设在上海的中国外汇交易中心的市场供求为基础。“有管理”是指人民币不是完全由外汇市场的供求决定的，政府对汇率加以管理，如对每日汇率的波动幅度进行限制，通过买进或卖出外汇来减缓汇率的波动幅度等。

在这样一种汇率制度下，人民币汇率严重低估了吗？日本人说低估了，美国人说低估了，欧洲人说低估了，中国大多数经济学者都说低估了，真的这么严重吗？

有两个理由似乎表明人民币汇率低估了。

第一个理由是人民币的购买力平价远远高于汇率。在这里，购买力平价是指根据两个国家货币的购买力即这两种货币的每1单位货币可以买多少商品来建立的两种货币的比价。例如，分别在美国和中国选择同样的1000种商品构成一组商品，如果在美国用1美元可以买0.002个单位，在中国用1元人民币可以买0.001单位，那么人民币与美元的购买力平价是2元人民币等于1美元。[shu籍 分.享 V信jnztxy]

据世界银行估计，在2000年前后，人民币与美元的购买力平价大约是1.50∶1。但是，人民币与美元的兑换比率则为8.27∶1。这样，人民币汇率不就低估了吗？

从理论上说，一种货币的汇率是由外汇市场上它的供求决定的，而它的供求是由国际贸易、国际金融和直接投资决定的。但是，一种货币的购买力是由这个国家的物价水平决定的，而物价水平通过贸易商品的价格对这种货币的汇率产生影响。怎么能够说购买力平价是多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

少，汇率就应该是多少呢？从实践上说，发展中国家的货币汇率从来是大幅度高于购买力平价的。根据世界银行2001年在《世界发展指标》中公布的资料，如果以1美元兑换本国货币的数量来表示汇率和购买力平价，那么汇率与购买力平价的比率如下：

低收入国家	4.48倍
中低收入国家	3.54倍
中高收入国家	1.02倍
高收入国家	0.97倍

由此可见，对于发展中国家来说，购买力平价不能作为判断这些国家货币汇率高估或低估的标准。另外，根据国际金融公认的原理，不仅仅国际贸易，国际金融和直接投资都会对汇率产生影响，而购买力平价仅从贸易商品的价格（也就是国际贸易）对汇率产生影响。

显然，这个理由不能成立。即使退一步说，这个理由可以成立，那么美国政客应该向全世界的发展中国家发出恐吓：如果你们不提高你们货币的汇价，美国将会对你们进行报复！为什么仅仅针对中国呢？

第二个理由是中国国际收支连年顺差。不错，一个国家出现国际收支顺差意味着这个国家的外汇收入大于外汇支出。人们得到外汇收入以后，往往在外汇市场上卖出外汇以换取本国货币；人们需要支出外汇的时候，则会在外汇市场上用本国货币买进外汇。所以，外汇收入导致在外汇市场上本国货币需求增加，外汇支出导致在外汇市场上本国货币供给增加。如果发生国际收支顺差，在外汇市场上本国货币需求大于本国货币供给，本国货币汇率将升值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

中国多年国际收支顺差，但人民币汇率没怎么升值，人民币汇率不就低估了吗？在许多人看来，这个理由太充分了。但笔者至今仍不明白，人们为什么只在现象上兜圈子，而不深入到这个现象的背后去看问题呢？

中国是一个实行外汇管制的国家。在当时，除了部分企业可以保留一定比例的外汇以外，所有企业出口得到的外汇必须卖给外汇银行，这就是强制结汇制。但是，人们购买外汇则受到限制，人们不能随意地用人民币购买外汇。这意味着在我国的外汇市场上，人们一有外汇必须卖出，外汇的供给是充分，但是人们需要外汇不能随时买进，外汇的需求则受到了压抑。正是因为如此才有这样的国际收支顺差，正是因为这样才有人民币升值的压力。如果我国放宽对外汇供给和需求的限制，让外汇的供给和需求充分释放出来，我国未必会有国际收支的顺差。这就是说，人民币升值的压力部分来自我国的外汇管制制度。

在日本政府和美国国会提出所谓人民币汇率问题的时候，就是热钱大量流进中国的时候。很显然，在外汇市场上有相当大的一部分人民币的需求是来自热钱的流入，是投机者们用美元兑换人民币所形成的人民币的需求。由于热钱随时可以流出，这部分人民币需求是虚假的市场需求，怎么能够根据这种虚假的市场需求而让人民币汇率大幅度升值呢？因此，从市场的角度看，也不能判断人民币汇率严重低估。

人民币汇率升值对中国经济的最不利影响在于它将导致中国出口商品价格上升和进口商品价格下降，中国的出口将会减少而进口将会增加。而在2005年到2007年，中国国内生产总值（GDP）的增长分别有25.8%、19.5%、21.5%依赖于净出口的增长。在这里，净出口是指出口减去进口之差。人民币汇率升值将使中国出口减少而进口增加，国内生产总值将会大幅度下降，失业将变得严重，中国经济有可能走向衰退。

正因为如此，笔者在2004年12月参加国务院关于人民币汇率问题的一个咨询会上明确反对人民币汇率人为升值的建议，主张改革人民币汇率的形成机制。具体地说，应该取消强制结汇制，改革被扭曲的外汇供给机制；应该放宽对购买外汇的限制，改革扭曲的外汇需求机制；应该放宽对每日汇率波动幅度的限制，使汇率的变化更有弹性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

笔者在咨询会上明确提出，任何的经济计量模型和任何的经验判断都无法准确地确定人民币汇率应该升值多少。因此，中国政府应该做的事情不是人为地去决定人民币汇率应该是多高，而应该建立一种供求机制没有被严重扭曲的汇率制度，然后让市场去决定人民币汇率应该多高。

中国许多经济学家只会根据书本上的原理进行推导，严重脱离实际。他们利用各种不靠谱的计量模型证明，人民币汇率短时间大幅度升值对中国出口影响不大。但是，在后来人民币汇率出现小幅度升值的期间，笔者到深圳给总裁班讲课，民营企业家们在课间围过来对笔者说：如果你能够与政府对得上话，请帮我们呼吁一下，人民币汇率不能再升值了，再升值我们的企业都得死掉。这就是处于一线的企业的真实感受！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

又是一场豪赌

当年美国政府以美国对日本存在高额贸易逆差为由要求日元汇率升值，日本政府屈服于美国政府的压力让日元汇率升值了，美国的贸易逆差解决了吗？没有，美国经常项目的逆差越来越大。尽管美国政府在人民币汇率问题上不像美国国会那么激烈，但仍然以美国对中国存在高额贸易逆差为由进行发难。这样，就提出了一个问题：如果人民币汇率升值了，美国的贸易逆差能解决吗？也就涉及一个问题：中美贸易失衡的症结是什么？

据世界贸易组织2006年公布的数字，在2005年，美国商品和劳务的出口是12584亿美元，进口是20136亿美元，贸易逆差是7552亿美元。2005年，中国商品和劳务的出口是8359亿美元，进口是7432亿美元，贸易顺差是927亿美元。另外，根据中国国家统计局的统计，2005年，我国对美国商品贸易的顺差是1142亿美元。但是，根据美国商务部的统计，我国对美国商品贸易的顺差要大于这个数字。

不管怎么争论，美国对外贸易的逆差有相当大的一部分是对中国的逆差。但是，美国为什么对中国的贸易有如此高额的逆差呢？笔者认为，美国对外贸易失衡主要有三个原因：

第一，美国产业结构调整。美国是科学技术水平最高的国家，美国劳动者的工资水平已经很高了，让美国劳动者生产劳动密集型产品是不经济的。因此，在市场的调节下，美国进口劳动密集型产品，出口技术密集型产品，就成为美国产业结构调整和国际分工的必然趋势。这说明，美国需要进口劳动密集型产品。

第二，美国过高的消费率。美国长期以来形成低储蓄高消费的消费习惯，美国的消费率即消费支出对国内生产总值的比率居高不下。本来美国就不生产或很少生产劳动密集型消费品，但由于美国消费率很高，美国又不得不大量进口劳动密集型消费品。因此，第二个原因强化了第一个原因。

第三，美国的对外贸易政策。即使存在前两个原因，由于美国在技术密集型产品存在强大的竞争力，如果美国从中国进口劳动密集型消费品，向中国出口技术密集型产品，中美两个国家的贸易完全可以做到平衡。但是美国一方面进口中国物美价廉的劳动密集型消费品，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

另一方面因担心中国技术进步又严格限制对中国出口技术密集型产品，这样中美两国贸易能平衡吗？

这就是中美两国贸易失衡的症结所在。可以设想，即使在美国政府的逼迫下人民币汇率大幅度升值，中国产品在美国贵得卖不出去，美国对中国的贸易逆差会减少，但是美国的对外贸易逆差能减少吗？显然，在美国现行的产业结构的消费率的条件下，美国不从中国进口劳动密集型消费品，还需要从别的发展中国家进口劳动密集型消费品。美国现在从中国进口是因为中国产品物美价廉，如果不得不从别的发展中国家进口，物就不那么美，价就不那么廉了，美国的对外贸易逆差还可能扩大。

美国政府总用美国贸易逆差做文章，但实际上美国从贸易逆差中得到了许多利益。

首先，在中国的出口贸易中，超过55%的出口是外商投资企业，其中包括美国企业的出口。如果出口能够得到贸易利益，那么这些利益有相当大的一部分被包括美国企业在内的外商投资企业所得到。

其次，美国是一个工资水平较高的国家，如果在美国生产劳动密集型的日用消费品，价格将较高。中国大量廉价和优质的日用消费品出口到美国，不但提高了美国消费者的生活水平，而且压抑了美国的通货膨胀。

再次，美国要保持科学技术领域的优势地位，就需要放弃美国劣势的劳动密集型产业以及影响美国环境的污染严重型产业，发展技术密集型产业和污染少收益高的服务业。因此，美国大量进口劳动密集型产品、资源消耗型产品、严重污染型产品，出口技术密集型产品和服务，有利于美国保持它的技术优势地位。

最后，虽然美国的经常项目存在逆差，但是由于美元的特殊地位，包括中国在内的许多国家的美元储备都用于购买美国的国债，美国的资本与金融项目存在顺差。因此，美国的国际收支基本上是平衡的，美国既得到了贸易的利益，也不需要为对外贸易逆差付出多大的代价。

对于这一切，美国政府和经济学家是清楚的。虽然促使人民币汇率升值不能解决美国贸易逆差的问题，但可以抑制中国的经济发展。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这种不影响美国经济利益又能够抑制中国经济发展的事情何乐而不为呢？另外，大肆渲染人民币汇率问题，将美国的贸易逆差归咎于人民币汇率，使美国人将注意力放在外部经济的问题而不是内部经济的问题，对美国政府不也是一个很好的选择吗？

美国政府还可以用中美贸易失衡来说说事，日本政府跳出来指责人民币汇率低估则要问问是何居心了。中国对日本贸易一直存在逆差。从2001年到2006年，中国对日本的贸易差额分别为+215321万、-503216万、-1473943万、-2081769万、-1642142万、-2404991万美元。[1]这就是说，2001～2006年，除了2001年中国对日本贸易存在顺差，其余年份全部是逆差，日本有什么理由说人民币汇率低估呢？如果人民币汇率低估，那么日元汇率岂不更低估。

人民币汇率是否严重低估，人民币汇率升值能否解决中美贸易的失衡，这些问题对投机者们是没有意义的。但是，投机者由此得到一个强烈的信号：美国、日本都要求人民币汇率升值，人民币汇率能不升值吗？当年日本和德国在美国政府的要求下都乖乖地提高了各自货币的汇价，中国政府能有别的选择吗？

对于掌管着热钱的金融精英们，前景是明显的：一旦热钱大规模流进中国，在外汇市场上人民币的需求将大量增加，人民币不升值是不可能的。另外，中国是一个高速发展的国家，充满了投机和投资的机会，流进中国的热钱还可以有可观的收益率。这样，热钱将有两种收益：一是人民币汇率升值差价的收益，二是投机中国各种资产的收益。

在这以前，热钱赌的都是货币汇率贬值。赌英镑汇率贬值，赌对了；赌泰铢汇率贬值，也赌对了。现在应该赌人民币汇率升值了！这是21世纪又一场新的豪赌。

但是，中国是一个实行外汇管制的国家。人民币在经常项目下基本上是自由兑换的。企业出口得到外汇，必须卖给外汇银行；企业进口需要外汇，可以凭有效单据向外汇银行购买。但是，人民币在资本与金融项目下是不可兑换的。外国企业对中国直接投资可以将外汇兑换为人民币，但是中国企业对外国直接投资必须经过中国国家外汇管理局的批准才能将人民币兑换为外汇。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

另外，外国居民不能随意进入中国的金融市场买卖金融工具。例如，以股票市场为例，外国居民只能以合格的外国机构投资者（QFII）的身份，经过中国证券监督和管理委员会的批准，在全程的监督下买卖中国股票。虽然外国居民可以购买中国的商品房，但是很长一段时间，外国居民购买同样的住房的价格要高于中国居民。

因此，境外投机者们不能像在英国、泰国和中国香港那样公开地在各种金融市场上掀起大规模的投机风潮。他们只能秘密地进入中国，以合法的、半合法的、非法的方式进行投机。在中国这种特定的历史条件下，注定了这场金融战争是一场秘密战争。

[1] 中国国家统计局. 中国统计年鉴[M]. 北京：统计出版社，2002～2007.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

热钱的博弈

多少热钱流进中国

2002年以后，热钱就通过各种途径秘密地流入中国，赌人民币汇率升值。

有多少热钱流进中国，这个问题引起了人们的兴趣，估算的数字也在不断地刷新纪录。在2005年的时候，经济学界还比较保守，估计流进的热钱约有500亿美元。在2005年以后，这个数字就在不断攀升，从3000亿、5000亿、8000亿美元，到惊人的17500亿美元。这里面有认真的探讨，也有哗众取宠，但究竟有多少热钱流进中国是很难精确估算的。

不管数字如何，有许多证据表明大量的热钱流进了中国。

我国也存在资本外逃现象。资本外逃都是通过灰色或黑色的途径实现的，这在反映外汇收入和支出的中国国际收支平衡表上是无法反映的，一般只能列在“误差与错误”项目下。这意味着中国国际收支平衡表“误差与错误”项目应该是负数，即有资本流出了。

但是，在2002年以后中国国际收支平衡表“误差与错误”项目经常出现正数，“逃入”中国的资本居然多于逃出中国的资本。外国人来中国购买商品或直接投资并不需要偷偷摸摸地将资本“逃入”中国，显然这大部分都是热钱。据中国国家外汇管理局公布的资料，2003年、2004年、2007年中国国际收支平衡表“误差与错误”项目都是正数，分别是184.22亿美元、270.45亿美元、164.02亿美元。[1]假如将“逃入”中国的资本都看作热钱，由于资本外逃记作负数，要估计在“误差与错误”项目逃入中国的资本有多少，就应该在上面的数字上加上多少。

其次，2003年以来中国的国际收支顺差激增。2000年，中国的国际收支顺差224.41亿美元。但是，从2003年到2007年，中国的国际收支顺差分别是984.00亿美元、1793.19亿美元、1697.81亿美元、2599.30亿美元、3913.41亿美元。[2]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我们需要问一下，2000年以来中国科学技术突飞猛进了吗？中国出口产品的质量显著提高了吗？中国的投资环境显著改善了吗？为什么中国的出口贸易和外商对中国的直接投资有这么大幅度的增长？笔者以为，中国有部分国际收支顺差是虚假的，热钱以中国企业出口或者外商企业对中国直接投资的渠道进入了中国。

热钱涌进中国变得急不可耐，有人身上捆满钞票闯关入境的报道不断出现在报纸，美国纽约法拉盛的街头也出现了“汇款到国内”的广告……热钱如此大规模涌进中国，可以称得上是一场秘密战争了。假如中国不是如此巨大的经济体，可能早就倒下了。

[1] 中国国家外汇管理局．中国国际收支平衡表．http://www.safe.gov.cn，2002～2007.
[2] 中国国家外汇管理局．中国国际收支平衡表．http://www.safe.gov.cn，2002～2007.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

热钱怎么流进中国

中国是一个实行外汇管制的国家，热钱怎么流进中国的呢？

第一个渠道是经常项目的交易。经常项目主要反映商品的贸易所带来的外汇收支的变化。中国在经常项目下已经基本实现了人民币可兑换。这样，外国投机者与某些唯利是图的国内商家相互勾结，在经常项目下采用多种方法将热钱转移到中国。

方法之一是虚假的商品贸易。外国投机者与某些国内商家达成从中国进口商品的协议，然后以向国内商家支付货款的方式将热钱转移到中国。但国内商家根本没有出口商品，或者将一些不值钱的货物运离港口后倒到大海里。

方法之二是虚假的贸易报价。外国投机者确实从某些国内商家进口商品，但是他们所支付的货物的价格远远高于货物的实际价值。他们通过这种虚报商品贸易的办法将热钱转移到中国。

第二个渠道是资本与金融项目的交易。资本与金融项目主要反映资本流动所带来的外汇收支的变化。中国在资本与金融项目上没有实行人民币可兑换，该项目下的外汇收入可以兑换为人民币，但人民币兑换外汇必须经过国家外汇管理局的批准。外国投机者同样可以通过资本与金融项目的交易将热钱转移到中国。

方法之一是虚假的直接投资。外国投机者以直接投资的名义在中国国内建立公司，然后向该公司注入资金。但是，这些资金不是用于产品的生产，而是用于各种资产的投机。

方法之二是虚假的贸易信贷。外国投机者以向国内商家发放贸易信贷的方式将热钱转移到中国，但是这部分资金不是用于进口商品，而是投机资产。

第三个渠道是地下钱庄。随着资本的跨境流动日益频繁，涌现出一批经营境内外货币汇兑的地下钱庄，通过地下钱庄人们可以在香港交美元或港元，然后在内地指定的地点取人民币；相反，人们在内地交人民币，然后在香港指定的地点取美元或港元。正是通过这种渠道，热钱流进中国内地。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第四个渠道是货币走私。外国投机者利用人员入境或进口货物入境的方式，夹带美元入境；或者直接以走私的方式，运送美元入境。但是，这个渠道相对于其他渠道来说风险较大。

在热钱的跨境流动中，地下钱庄扮演着重要角色。地下钱庄为了获取收益通过下述方法实现货币的跨境汇兑。

第一，内部对冲。地下钱庄采用如下方法：在境内外开设银行账户，要求希望汇款到境外的人把人民币汇入其境内银行账户，希望汇款到境内的人把美元汇入其境外的银行账户，然后把收到的人民币汇到希望汇款到境内的人的境内账户，把收到的相应数量的美元汇到希望汇款到境外的人的境外账户。在这个汇兑过程中，货币没有发生实际上的跨境流动，但要出境的货币出去了，要入境的货币进来了。

第二，公司转账。一些公司在境内外都有业务，因而在境外有美元资金账户以及在境内有人民币资金账户。出于业务上或者套利上的需求，它们需要把人民币资金转换为美元资金汇到国外，如果境外有人需要把美元汇入境内，它们就可以要求你把美元汇入其境外账户，然后把人民币汇到你的境内账户。如果这些公司要把美元资金汇到境内，则可以进行相反的操作。在这种汇兑过程中，同样没有发生实际上的货币跨境流动。

热钱正是通过这些渠道，秘密地进入到中国，然后投机中国的资产，赌人民币汇率升值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

政府积极防守

中国政府在人民币汇率问题上，一方面在政治和外交上与美国政府周旋，另一方面也在选择解决人民币汇率问题的方法。当然，中国政府是从中国经济长期发展战略的高度来考虑人民币汇率问题，而不仅仅从处理热钱投机的角度来考虑人民币汇率问题。

显然，人民币汇率升值将对中国经济造成不利影响。人民币汇率升值意味着更少的人民币就可以兑换1美元。例如，原来8元人民币兑换1美元，现在4元人民币兑换1美元，这就是人民币汇率升值。这样将会产生两个方面的影响：第一，从出口的角度来看，如果不算关税等成本，中国价格为8元人民币的产品卖到外国去原来是1美元，现在是2美元，即出口商品变贵了。从微观效应上说，中国部分出口企业就会处于困境，甚至出现破产；从宏观经济效应上说，中国出口将会减少，产值将会下降，经济有可能衰退。第二，从进口的角度来看，如果不算关税等成本，外国价格为1美元的产品卖到中国原来是8元人民币，现在是4元人民币，即进口商品变便宜了。这样就会导致外国商品对中国商品的替代，加剧了产值下降和经济衰退的可能性。

中国政府做出了姿态，如政府官员率领由企业家参加的代表团访问美国，签下了购买美国产品的高额定单，缓和中美贸易的差额。

从2003年起，中美两国政府高级官员不断地举行会谈，讨论包括人民币汇率问题在内的两国经济和贸易问题。2004年11月，时任中国国家主席胡锦涛在智利会晤布什总统时，正式请布什考虑中美之间举行“战略对话”。美国政府对此做出积极反应，开始定期举行两国高级官员的“全球对话”。人民币汇率问题成为会谈中的主要议题之一。

在中国国内，尽管许多经济学者建议人为让人民币汇率升值，但中国政府还是选择了正确而又稳妥的改革人民币汇率制度的决策。

中国政府主要从下述方面改革人民币汇率制度：第一，放宽对结汇的强制，改革外汇的供给机制。第二，放宽对购汇的限制，改革外汇的需求机制。第三，参考一篮子货币定价，改革人民币汇率决定方法。第四，放宽对人民币汇率波动幅度的限制，发挥汇率的调节作用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

中国政府以人民币汇率制度改革来回应发达国家提出的人民币汇率升值问题，仅将新制度下的人民币对美元的初始汇率从827元人民币兑换1美元调整为811元人民币兑换1美元。热钱赌人民币汇率升值赌了近2年，难道只能得到这点汇率之差吗？

当然，投机者是不会善罢甘休的。这仅仅是秘密金融战争的一个回合，更激烈的进攻还在后面。



中国的中央银行——中国人民银行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

热钱还是赚了

更大的投机冲击

掌管着热钱的金融精英们分析了在中国投机的前景，许多情况表明，投机人民币汇率升值胜率还是很高的。

首先，长期以来，美国政府一直实行强势美元的政策，保持着美元的坚挺。美国出口的产品很多都是高科技产品，美国出口的服务也是处于一定垄断地位的劳务，即使这些产品和服务价格上升，别的国家仍然要购买，这样美国就可以得到巨大的贸易利益。

但是，近年来美国经常项目逆差居高不下，美国经济停滞不前，这种强势美元的政策能坚持多久呢？因此，可以判断，美国政府有可能改变强势美元的政策而让美元汇率贬值，这样既可以减少美国的经常项目逆差，又可以刺激经济。

一旦美元汇率贬值，人民币汇率就会升值。一方面，美国和其他发达国家的政府不断地给中国政府施加压力，要求人民币升值；另一方面，中国多年来一直存在经常项目和资本与金融项目的顺差，人民币存在升值压力。这两个因素都会导致人民币汇率升值。

其次，中国政府对人民币汇率制度进行了改革，人民币汇率受外汇市场需求与供给更大的影响，人民币汇率的变化更有弹性。在这样的情况下，热钱持续、大量地流进中国，它们会在外汇市场上形成巨大的人民币的需求，中国货币当局如何能够抵挡这个潮流？这意味着除了政治压力和顺差压力以外，还有这种投机压力。这三种压力叠加，人民币汇率能不大幅度升值吗？

最后，中国经历了长达30年的高速经济增长，与发达国家的低速增长形成了鲜明的对照。中国有着巨大的投资机会，“有钱投到中国去”已经成为投机或投资业的一句名言。值得注意的是，中国的人均国内生产总值在2003年已经超过了2000美元，并且在持续增长。这样一种人均国内生产总值的增长趋势将产生对房产等资产巨大的需求，房产等资产价格存在着大幅度上升的可能。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在这样的情况下，将美元热钱转换为人民币投放到中国，投机中国的房产和股票，很有可能获得很高的资产收益。到人民币对美元汇率大幅度升值时，再将人民币兑换回美元，还可以获得可观的汇率差价的收益。由此可见，值得再更大规模地赌一把。

有迹象表明，热钱从2005年起更多地流进了中国。

迹象之一，从2005年起，中国的国际收支顺差出现了令人怀疑的大幅度增加。2005年，中国的国际收支顺差是1697.81亿美元，但是，从2006年到2007年，中国国际收支顺差达到惊人的2599.30亿美元和3913.40亿美元。这意味着2006年和2007年中国国际收支顺差的增长率达到了53.10%和50.56%，这样高的增长率有多少是由真正的出口和外国直接投资带来的？

先来看看经常项目。2005年以来，人民币对美元的汇率一直在波动的状态中升值，中国对外贸易主要用美元计价和结算，中国出口企业的日子越来越难过。但是，在中国的国际收支平衡表上，2006年经常项目顺差达到2532.68亿美元，比2005年增长57.49%。2007年经常项目顺差又达到3718.33亿美元，比2006年增长46.81%。这样的顺差的增长可信吗？

再来看看资本与金融项目。2008年，中国政府减少了对外商直接投资的优惠，新劳动合同法实施导致劳动力成本的上升，更严格的环境保护措施带来环境保护成本的增加，这一切都导致中国对外商直接投资吸引力的减弱。在这种情况下，部分沿海地区不断有外商撤出他们的直接投资，甚至还发生了韩国厂商拖欠工人工资逃离中国的恶性事件。但是，2008年第一季度外商直接投资却大规模增加，1月外商对中国直接投资居然达到112亿美元。还值得注意的是，2008年第一季度外国对中国的外汇贷款增加488亿美元，比上一年第一季度增长了57%，而2007年全年的外汇贷款仅增加511亿美元。显然，大量热钱通过经常项目和资本与金融项目流进了中国。[1]

迹象之二，2007年，中国的国际收支顺差是3913.40亿美元，但是中国外汇储备增加了4619.05亿美元，这一年中国国际收支的误差与遗漏项目收入了164.02亿美元。这意味着有大量的热钱通过灰色或黑色的渠道流进了中国。[2]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

迹象之三，2008年3月底，中国的外汇储备达到16822亿美元，1月到3月各增加616亿美元、573亿美元、350亿美元，第一季度共增加1539亿美元，创造了历史新纪录。这表明，热钱在2008年加快流进中国。

有人强烈质疑关于大量热钱流进中国的说法，理由是热钱流进中国投机什么？中国各种资产市场能容纳7000亿～9000亿美元，即56000亿～72000亿元人民币的热钱吗？

尽管数字是很枯燥的，但估算一下热钱可能选择投机的主要市场仍然是有意义的。

2008年6月，由于中国的股票不是全部流通的，上海证券交易所流通股票市场价值即流通股票数量与市场价格的乘积是42714亿元人民币。深圳证券交易所流通股票市场价值是17846亿元人民币。这意味着中国可以买卖的股票的市场容量是60360亿元人民币。[3]

2008年6月，中国各类银行活期存款为124639亿元人民币，包括活期存款在内的各种银行存款为412960亿元人民币。这意味着中国银行存款的市场容量是412960亿元人民币。[4]

从2005年到2007年，在中国发行的政府和企业债券分别为41106.74亿元人民币、55635.00亿元人民币和37431.3亿元人民币，2008年上半年发行的政府和企业债券为12734.50亿元。不算以前发行的尚未到期的债券，这段时间中国共发行的可供投资的债券是146907.54亿元人民币。[5]

2005年，中国商品房销售额是17576.13亿元人民币。由于没有更新的数据，以2005年商品房销售额的增长率估算2006年和2007年商品房销售额，那么这两年商品房销售额约分别为29773.42亿元人民币和50435.25亿元人民币。这意味着2005年到2007年中国商品房市场的容量是97784.80亿元人民币。[6]

即使不算别的投机或投资项目，仅上面这些资产的价值就达708012亿元人民币。如果估计热钱达到7000亿～9000亿美元，那么热钱约占中国上述金融资产和房产价值的8%～10%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

热钱投机的主要对象之一是股票。在中国，外国居民是不能开户买卖股票的。境外投机者主要是通过借道中国的私募基金投资股票，或者借入中国居民的身份证开户投机股票。2007年中国股票市场的泡沫以及后来泡沫的破裂，都与热钱有关。由于热钱是秘密进入中国的股票市场，没有办法了解有多少热钱进入中国股票市场，也就不能确定热钱在股票市场泡沫以及泡沫破裂中起了多大的作用。

2006年，中国股票市场不断出现利好消息：中国宏观经济增长情况良好，上市公司利润普遍增加，股票市场监管改善。在这种情况下，股票价格不断上涨。如果用每个月最高指数相比，上海证券交易所综合指数的月份最高指数在2006年1月是1322点，6月是1781，12月是2839点。深圳证券交易所成份指数的月份最高指数在2006年1月是3242点，6月是4361点。



上海证券交易所

在这种情况下，股票市场上开始出现投机的浪潮。2007年1～6月，上海证券交易所新开的证券投资账户是9716556户，占了总开户数48731920户的20%。这就是说，自从上海证券交易所20世纪90年代初期营业以来，有20%的证券投资账户是2007年半年内开设的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



深圳证券交易所

2007年1～6月，深圳证券交易所新开的证券投资账户是14577172户，占了总开户数52744092户的27%。这就是说，自从深圳证券交易所20世纪90年代初期营业以来，有27%的证券投资账户是2007年半年内开设的。

这种投机的狂热助长了股票价格的上涨。上海证券交易所综合指数的月份最高指数在2007年1月是3145点，10月是6092点。这意味着2007年10月与2006年1月相比，上海证券交易所的股票价格上涨了357%。深圳证券交易所成份指数的月份最高指数在2007年1月是8463点，10月是20395点。这意味着2007年10月与2006年1月相比，深圳证券交易所的股票价格上涨了529%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

中国股票市场上股票价格已经脱离股票收益，形成了严重的泡沫。让我们来看看市盈率即股票的市场价格与每股股票股东收益的比率。上海证券交易所股票的平均市盈率在2006年1月是17倍，在2006年6月是19倍，在2007年1月是38倍，在2007年6月是42倍，10月是71倍。

深圳证券交易所股票的平均市盈率在2006年1月是23倍，在2006年6月是31倍，在2007年1月是45倍，在2007年6月是57倍，10月是74倍。市盈率超过100倍的股票超过400种。当时“最牛”的股票是中国船舶公司的股票，市盈率超过300倍。

当然，中国股票市场上泡沫不但是由热钱造成的，而且也是由国内机构投资者造成的。股票价格不可能无节制上升。从2007年10月开始，泡沫破裂，股票价格波动式地趋向下降。

以上海证券交易所综合指数为例，它在2007年10月17日到达6036点以后，震荡式地趋向下降。到2008年8月6日，它跌到了2716点。这意味着2008年8月6日与2007年10月17日相比，在不到1年的时间里，上海证券交易所综合指数跌了55%。据本人测算，从2007年10月到2008年6月，仅上海证券交易所流通股票的市场价值就蒸发了35951亿元人民币。

在这场股票的投机浪潮中，2006年年初入市而现在仍未出来的，盈亏不多；2006年年初入市而在2007年10月左右出来的，大赚了；2007年进去而后来来不及出来的，大亏了。当然，赚钱的不仅是热钱，但是热钱肯定赚了钱。可怜的是中国广大的股民，他们亏了。

令中国人庆幸的是，从后来的情况来看，银行资金进入股票市场的数量不大。否则，随着股票价格下降，银行呆账、坏账大量增加，银行危机就可能会爆发。20世纪80年代后半期，日本的日经股票价格指数在4年里上涨了200%，后来就爆发了银行危机。但是，上海证券交易所的股票价格则是在不到2年的时间里上涨了357%，深圳证券交易所的股票价格在不到2年的时间里上涨了529%！

热钱投机的主要对象之二是房产。在中国，外国人可以购买房产，但外国人购买房产的价格要高于中国人。在2005年前后，各地相继取消了外国人购买房产要支付更高的价格的规定。接着，中国政府发现外国人来中国购买房产的人数增加，又规定了在中国长期居住的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

外国人一户只能购买一处房产。但是，境外投机者同样可以通过在中国设立公司或者通过在中国的代理人投机房产。

在大城市里，房产是具有很高的投资和投机价值的资产。在2000年以前，中国的房产市场一直比较平静，房产价格缓慢趋向上升。但是，2000年以后，特别是2006年以后，各大城市房产价格大幅度上升。如北京、上海、深圳等城市的许多地段，从2000年到2008年房产价格上涨幅度超过2倍。当然，投机房产的不仅是热钱，但是热钱肯定投机了房产，中国房产市场也逐渐形成了泡沫。

[1] 国家外汇管理局. 国家收支平衡表. http://www. safe.gov.cn.
[2] 国家外汇管理局. 国家收支平衡表. http://www. safe.gov.cn.
[3] 上海证券交易所和深圳证券交易所统计月报. http://www. sse.com.cn，http://www. szse.cn.
[4] 国家外汇管理局. 国家收支平衡表. http://www .safe.gov.cn.
[5] 中国人民银行统计数据. http://www.pbc.gov.cn.
[6] 中国国家统计局. 中国统计年鉴[M]. 北京：中国统计出版社，2007.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

政府左右为难

2008年是中国不平凡的一年。

2008年1月，中国南方地区发生严重雨雪灾害，造成安徽、江西等14个省、区、市7786万人受灾，死亡24人。另外，这次雨雪灾害还造成4220000公顷农作物受灾，倒塌房屋107000间，损坏房屋399000万间，直接经济损失221亿元人民币。

2008年5月12日，四川汶川发生8级强烈地震。到7月10日，地震已造成69197人遇难，374176人受伤，失踪18377人。不计算邻近的省份，仅四川省直接经济损失就超过10000亿元人民币。

2008年是中国经济极为严峻的一年。

中国经历了数年高速的经济增长以后，出现了经济过热的情况，价格水平趋向上升。2007年，中国消费物价指数上升了6.5%，其中食品价格上升远超过10%。进入2008年以后，通货膨胀加剧，数个月与上一年同期相比消费物价指数上升了8%，出现了比较严重的通货膨胀。

经济过热意味着社会需求过于旺盛，这样就需要适当压抑社会需求。中国人民银行2007年10次提高银行法定准备金比率，5次提高利息率来压制价格水平的上升；2008年有5次提高银行法定准备金比率。所谓准备金比率，是商业银行接受存款所保留的现金对存款的比率，法定准备金比率是中央银行规定的准备金比率的下限。提高法定准备金比率相当于冻结更多的银行资金以减少银行贷款。提高利率则是试图通过提高投资的成本来抑制投资需求。

当时，中国政府控制通货膨胀的努力一直受着两个外部因素的困扰。

第一个因素是国际原材料和农作物价格的上升。到2008年4月，石油价格6年涨了8倍，铁矿石价格4年涨了2倍，铜的价格5年涨了5.5倍，锡的价格6年涨了6倍，大米价格7年涨了5倍，玉米价格3年涨了3倍，大豆价格3年涨了3倍，原糖价格4年涨了2.5倍。其中最令人惊异的是石油价格在短时间里跃升到1桶146美元。中国高度依赖外国的石

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

油和铁矿石，中国进口成本的上升导致了生产成本和价格水平的上升。

这样，中国的通货膨胀不仅是需求拉上的，而且是成本推进的。提高银行法定准备金比率和提高利息率对于成本推进通货膨胀几乎没有什么作用。令人为难的是，这种成本推进通货膨胀是外部强加于中国的，中国政府没有什么有效的方法去抵御这种进口成本的上升。

第二个因素就是热钱。热钱源源不断地涌进中国，加剧了中国通货膨胀的压力。热钱流进中国需要用美元兑换人民币，这样就增加了外汇市场上人民币的需求，导致了人民币汇率升值。而人民币升值又将导致中国国内生产总值的下降和失业的增加。

中国政府为了避免人民币汇率升值过快给中国宏观经济带来的不利影响，不得不在外汇市场上用人民币买进美元储备下来，用增加人民币供给的方法平衡外汇市场上人民币的需求。但是，在7元人民币兑换1美元的情况下，中央银行每买进1美元就要投放7元人民币，要买进4000亿美元就要投放28000亿元人民币。中国已经发生了通货膨胀，再投放人民币将雪上加霜。

这样，中央银行就左右为难了：买进美元将导致人民币投放数量过大，助长了中国的通货膨胀；不买进美元则将导致人民币汇率上升，中国经济有可能衰退。在这种情况下，中央银行选择了买进美元，然后又通过发行一种称为“中央票据”的债务凭证，将人民币收回来。但是，中央银行为此要支付利息。

在大量热钱流进中国的情况下，中国货币当局实际上是以亏损的方式为外国投机者保管资金。热钱是预期美元对人民币汇率贬值才流进中国，当中国货币当局买进美元时，它只能大量地购买美国的国库券和政府债券，得到的仅仅是最低的无风险利率。但是，中国货币当局保留这些外汇储备却要付出较高的代价。首先，中国货币当局担心买进外汇导致人民币投放量过大，不得不发行中央票据以回笼人民币，因此要支付利息。其次，如果美元对其他主要国际储备货币大幅度贬值，中国货币当局的美元储备就会贬值。

网络上流行一种说法：中国货币当局的外汇储备由于美元贬值而遭受惨重损失。这种说法是不准确的。一种货币对外升值或贬值不一定对内也升值或贬值。以美元为例，美元对其他主要货币在贬值，但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是美国国内物价没有怎么上升，用美元购买美国的商品没有损失。因此，如果中国的美元储备要兑换为其他货币以进行贸易或投资，那么将发生重大损失；如果中国的美元储备用于对美国的贸易或投资，则没有什么损失。由此可见，中国的美元储备的损失是肯定的，但远没有人们想象的那么大。

正当中国政府在与通货膨胀的斗争中左右为难的时候，新的问题突然出现了。2008年9月，美国的金融危机迅速恶化，并波及包括中国在内的世界各国。美国的金融危机通过下述途径传递到中国：

第一，造成中国金融机构的损失，从而影响中国经济。美国是世界的金融中心，世界各国的金融机构大量持有美国的金融资产，中国金融机构也同样持有美国的金融资产。在2007年6月底，中国银行直接持有美国次级抵押贷款89.65亿美元，持有美国次级抵押贷款债券6.82亿美元。中国工商银行持有美国次级抵押贷款债券12亿美元。据2007年第30期《证券市场周报》估计，在美国2007年次级债务危机中，中国银行亏损额最大，约为38.5亿元人民币。建设银行、工商银行、交通银行、招商银行及中信银行的亏损分别是5.76亿元人民币、1.20亿元人民币、2.52亿元人民币、1.03亿元人民币、0.19亿元人民币。

另外，到2008年第三季度末，中国银行、建设银行、工商银行、招商银行持有主要是美国债券的外国债券分别为189.6亿美元、22.4亿美元和42.0亿美元、35.2亿美元。中信银行持有外国债券37.9亿美元，持有房利美公司和房地美公司担保的债券10.7亿美元，以及房利美公司和房地美公司发行的债券1.5亿美元。在美国金融危机的影响下，中国这些金融机构都会在不同程度上遭受损失，从而会造成我国信贷的收缩。 朋友圈每日书籍免费分享微信 shufoufou

第二，美国的金融危机将通过减少美国进口即中国出口对中国经济产生不利影响。美国市场是中国第二大出口市场，美国的金融危机将通过这个渠道对中国经济产生严重影响。美国发生金融危机以来，中国企业来自美国的定单大幅度减少，被美国企业拖欠的出口货款迅速增加，导致中国沿海地区大量中小出口企业倒闭。2008年前7个月，中国对美出口1403.9亿美元，增长9.9%，增长速度下降8.1个百分点，这是自2002年以来中国对美出口增长速度首次回落到个位数。

2008年6月，世界银行预测中国2009年国内生产总值增长率是9.2%。但是，到11月，世界银行预测中国2009年的国内生产总值增长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

率降低到7.5%左右。

在美国金融危机造成世界性经济衰退的情况下，石油和各种原材料的价格趋向下降，中国通货膨胀的压力减轻了。中国政府及时地改变了政策，从与通货膨胀做斗争转向与经济衰退做斗争。中国政府启动了一个总额达40000亿元人民币的支出计划，用扩张性的财政政策和货币政策来避免衰退。

在这样的形势下，热钱的动向显得尤其重要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

对热钱围追堵截

中国政府意识到热钱给中国经济带来的威胁，各个政府部门根据它们的管理权限开始对热钱进行围剿。在2008年9月美国金融危机恶化以前，中国政府部门主要的努力方向是限制热钱的流入。

2008年7月2日，国家外汇管理局发布《关于实行企业货物贸易项下外债登记管理有关问题的通知》，要求对货物贸易项目下的外债办理逐笔登记和注销手续，防止热钱以国内企业出口预收货款和进口延期付款的方法流进中国。



中国的外汇管理机构——国家外汇管理局

同样是7月2日，国家外汇管理局、商务部、海关总署联合发布《出口收结汇联网核查办法》，国家外汇管理局和海关总署对出口收结汇进行联网核查，防止热钱以虚假出口的方式流进中国。

2008年8月1日国务院第20次常务会议修订通过《中华人民共和国外汇管理条例》，《中华人民共和国外汇管理条例》是于1996年1月29日发布的，新的条例注意到了热钱流入的问题，并在第七章中做了明确的规定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

热钱从2002年开始大规模地流进中国，持续了7年以后，在美国金融危机激化的影响下，热钱流动方向开始出现逆转。从2008年11月26日到12月2日，人民币对美元汇率连续5个营业日出现下跌的情况，甚至出现了跌停的情况。1美元兑换人民币分别为682.72，682.92，683.49，685.05，685.27。很显然，热钱大规模撤离将卖出人民币和买进美元，人民币的供给增加而美元需求增加，人民币对美元汇率贬值。

中国政府有关部门在这以前就已经警惕热钱流出的问题。2008年11月25日，国家外汇管理局和国家税务总局发布了关于服务贸易等项目对外支付提交税务证明有关问题的通知，要求境内机构和个人向境外单笔支付等值3万美元以上（不含等值3万美元）服务贸易、收益、经常转移和资本项目外汇资金，应当按国家有关规定向主管税务机关申请办理《服务贸易、收益、经常转移和部分资本项目对外支付税务证明》。

但是，从2008年开始的热钱大规模流出没有持续很长时间。过了若干时间，由于在世界其他地方并没有什么有利可图的投机机会，热钱又转向流入中国。在以后的一段时间里，热钱处于双向流动状态。有的时候，流出的热钱多于流进的热钱，热钱出现净流出的现象。有的时候，流进的热钱多于流出的热钱，热钱出现净流入的现象。相应的表现就是人民币汇率变化，当热钱出现净流出时，人民币汇率略有贬值；当热钱净流入时，人民币汇率略有升值。

热钱双向流动的状态一直延续到2015年。从2015年开始，热钱就开始大规模、持续地流出中国，并成为人民币汇率较大幅度贬值的重要原因之一。对冲基金对人民币也就从秘密战转变为公开的狙击战，这是后话了。

从2002年到2015年，热钱的流动经历了长达13年的一个从持续流进到持续流出的完整起伏。在这个过程中，热钱获得了暴利。这13年的时间里，中国是世界上主要国家中经济增长速度最高的国家。在这13年的时间里，中国股票市场发生过2次泡沫，中国的房产价格以历史罕见的速度持续上升，人民币对美元的汇率从2002年1月的8.27元人民币兑换1美元升值到2015年6月的6.10元人民币兑换1美元，境外投机者赚得盆满钵满。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

所幸的是，在这13年的时间里，虽然中国经济一直受到热钱的骚扰，但是中国的金融体系没有受到破坏，中国没有因此而发生金融危机。

笔者分析了热钱从大规模流进到大规模流出中国的整个过程，但这并不意味着热钱不会再流进或流出中国。在经济全球化的条件下，热钱的流动已经是一种长期存在的世界现象。中国货币当局必须积累经验，继续对热钱围追堵截，减少热钱对中国经济的破坏性影响。

反思与启示

热钱的流进或流出还会继续，它的每一次大规模的流动都会对人民币汇率和中国经济造成冲击。中国还是一个发展中国家，经济发展水平还不高，金融实力还不强，千万不可低估热钱流动的影响。因此，中国政府还应该长期保持对资本与金融项目人民币可兑换的限制，借助于外汇管制制度来抑制热钱频繁流动所造成的不利影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第四章　兔子也吃窝边草：豪赌美国次贷危机

当美国的对冲基金在世界范围内兴风作浪的时候，美国监管当局无动于衷。可以理解，这就是所谓的美国利益至上。对冲基金掠夺的是别的国家的财富，汇回美国的可是滚滚而来的美元。但是，很有讽刺意味的是，2007年，美国爆发金融危机，美国的对冲基金做空美国！先是对赌次级抵押贷款的崩溃，接着豪赌美国股票市场暴跌，对冲基金这把双刃剑也伤害到了美国自己。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

美国出事了

何谓次贷

次级抵押贷款是指发放给信用等级较低，缺乏良好的信用史，因而存在较高违约风险的借款者的抵押贷款。由于风险较高，次级抵押贷款的利率也较高。但是，信用等级较低仅是判定次级抵押贷款的一个标准，贷款对房产价值比率是判定次级抵押贷款的另一个标准。在美国，抵押贷款按照信用等级分为优级（prime）、准优级（near-prime）和次级（subprime），这些等级是按照借款者的信用和贷款对资产价值的比率（LTVs）来划分的。表4-1说明了美国抵押贷款信用等级的划分标准。

表4-1　美国抵押贷款信用等级的划分标准

借款者信用等级与贷款对资产价值的比率	LTVs<80%	LTVs=80%~90%	LTVs>90%
等于或高于660	优级	准优级	次级
581~659	准优级	准优级	次级
等于或低于580	次级	次级	次级

资料来源：Diana Hancock.The Competitive Effects of Risk-based Bank Capital Regulation：An Example from U.S.Mortgage Markets[J].Finance and Economics Discussion Series，2006（46）.

美国次级抵押贷款主要是次级住房抵押贷款。金融机构在发放次级住房抵押贷款时，面对的主要是低收入者、老年人、少数民族。他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

们没有足够高的收入和足够多的资产，因而只有较低的信用等级。这样，他们只能通过支付更高的利率的方式来取得住房抵押贷款。次级住房抵押贷款不仅利率较高，而且利率是浮动的。据估计，美国金融机构在2006年发放的6000亿美元的次级住房抵押贷款的利率是在2年以后根据伦敦银行同业拆借利率决定的，这意味着借款者每月支付的利息有可能增加50%或更多。根据美国抵押贷款银行家协会的报告，在2005年年底，次级住房抵押贷款拖延90天以上仍未能支付利息的有2.71%，而优级住房抵押贷款只有0.37%，前者是后者的7倍多。

次级住房抵押贷款在20世纪80年代中期开始出现。到了90年代中期，随着信息技术的发展和评级规则的完善，金融机构能够更有效地收集借款者的信息和评估借款者的信用，因而更敢于发放条件灵活的次级抵押贷款，次级住房抵押贷款迅速地发展起来。

近50年以来，美国金融机构在传统上以两种工具发放住房抵押贷款：一种是固定利率抵押贷款，另一种是浮动利率30年抵押贷款（adjustable rate mortgages，ARMs）。前者的利率是固定的，每月支付利息，分期偿还本金。后者按照市场利率的变化每月或每年进行调整，借款者支付的利率将会发生变化。值得注意的是，21世纪以来，在美国的住房抵押贷款市场上出现了一些非传统抵押贷款工具。这些工具有的本身就是次级住房抵押贷款，有的并不必然是次级住房抵押贷款，但与次级住房抵押贷款结合在一起，将会增加住房抵押贷款市场的风险。这些工具主要有下述5种，了解一下也可长长见识。

第一，仅付利息抵押贷款（interest-only mortgages，I/O Loan）。这种抵押贷款允许借款者在一定的时期里（如1、3、5、10年）不必支付本金，只每月支付利息。但是，超过这个时期以后的余下时期里，借款者必须以一个较高的比率分期偿还本息。在美国，2004年，仅付利息抵押贷款债券大约占抵押贷款债券价值的1/5；2005年，仅付利息抵押贷款大约占全部抵押贷款的1/3。但是，在某些州仅付利息抵押贷款所占比例远高于全国平均水平。例如，在加利福尼亚州，仅付利息抵押贷款占抵押贷款的比例从2002年的8%提高到2004年的61%。

这种工具对于投资者来说具有杠杆的作用。在一段时间里，投资者只需支付少量的利息就可以购买房子。这样，如果投资者预料到房产价格趋向上升，他们可以利用仅付利息抵押贷款购买房产，等到需要支付本金的时候，他们再将房产卖出去偿还本金，这样便可以获得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

房产价格上升的利益。在美国，申请抵押贷款和出售房产需要支付各种手续费，只要房产价格上升的幅度超过6%，投资房产便开始获得收益。如果房产价格趋向下降，投资者将放弃作为抵押品的房产，不再支付抵押贷款的本金和利息，他们的损失将是已经支付的利息。

第二，可选择抵押贷款（option ARMs）。这种抵押贷款允许借款者选择支付结构，既可以从一开始就分期偿还本息，也可以仅付利息然后分期偿还本息，还可以每月支付一个最低限度的金额，这个最低限度的金额通常低于每月仅付的利息。借款者实际支付的最低金额低于他应付的金额的差额计入本金，这就是所谓负的分期偿还（negative amortization）。如果积累起来的本金超过原贷款额的11%，偿还贷款的条件要重新调整。这种贷款原来只提供给有钱人以让他们自由选择还款的方式，后来在房产价格不断上升的情况下被作为一种可以支付得起的金融产品广泛推广。

可选择抵押贷款从2005年开始变得比较流行，但是随着房产市场变冷和利率上升，可选择抵押贷款趋向减少。据估计，到2005年中期，可选择抵押贷款约占全部抵押贷款的10%。虽然可选择抵押贷款可以有多种选择，但是超过70%的借款者都选择在开始的年份里支付最低限额。这样，可选择抵押贷款的杠杆作用比仅付利息抵押贷款还要大。

第三，混合型抵押贷款（hybrid ARMs）。这种抵押贷款开始实行固定利率，经过一段时期以后转换为浮动利率。如果市场利率上升，借款者需要支付的利息将增加。2000年，混合型抵押贷款在浮动利率抵押贷款中约占32%。但是到了2004年，混合型抵押贷款在浮动利率贷款中已经占了72%。

美国的低收入人群和少数民族比其他人群更偏好浮动利率贷款，但对这种贷款的风险则缺乏了解。那些年收入为2500美元的没有大学文凭的成年人、非洲裔人、拉丁裔人有3/5不了解当利率上升2个百分点他们每月应该偿还多少抵押贷款。美国报纸的一项调查表明，在利率趋向上升的情况下，有26%的浮动利率贷款的借款者对他们偿还抵押贷款没有信心。

第四，无首付抵押贷款（piggyback loan）。这种抵押贷款允许借款者只支付少量首期房款或者不需要支付首期房款，并且不需要购买个人抵押贷款保险就可以取得贷款。贷款机构向借款者提供购房款

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

80%的传统抵押贷款，10%的财产留置权（lien）贷款，10%的首期房款支付额的贷款；或者是20%的财产留置权（lien）贷款，由借款人自己支付首期房款。

在美国，发放抵押贷款的金融机构通常需要借款者支付房价的20%以证明他可以偿还贷款。不能支付首期房款的借款者需要购买个人抵押贷款保险（private mortgages insurance，PMI），使发放抵押贷款的金融机构可以避免借款者违约的风险。近15年以来，越来越多的抵押贷款只需要借款者支付少量的首期房款。在2000年以后，已经有16%～17%的抵押贷款不必支付首期房款或者只支付不到5%的首期房款。大约有43%的首次购房者是以不必支付首期房款的方式取得抵押贷款。

第五，只需部分证明或无需证明贷款（low documentation or no docu-mentation loan）。这类贷款也被称为ALT-A（alternative A）贷款。在美国，申请抵押贷款必须要提供收入和财产证明。但是，近几年来，出现了不必提供详细收入和财产证明的贷款。借款者只需要声明收入情况并支付一定的费用就可以获得贷款。在2004年，发放给没有提供收入证明的借款者的住房抵押贷款大约有250万项。这些借款者占总借款者的4.3%，稍低于其收入低于本地区平均收入50%的借款者5.3%的比例。

这种类型的贷款本来是针对收入不稳定的借款者，如小企业所有者、佣金收入者等，他们难以提供明确的收入证明材料，他们的信用等级达不到优级抵押贷款的信用等级，但高于次级抵押贷款的信用等级。但是，当这种类型的贷款在后来广泛发放的时候，就增加了抵押贷款市场的风险。

在抵押贷款市场竞争压力和获得更高收益动力驱使下，金融机构纷纷推出非传统抵押贷款工具。据美国联邦储备系统估计，有32.1%的大银行所发放的非传统抵押贷款在本银行发放的抵押贷款中所占的比例超过25%，只有11.1%的小银行发放了较大比例的非传统抵押贷款。据估计，次级抵押贷款有2/3是以这样的非传统抵押贷款工具发放的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

危机的发生

2002～2005年，美国经济的发展为住房抵押贷款市场提供了比较理想的环境：就业情况良好，经济稳定，房价上升，利率较低。住房抵押担保证券（residential mortgage-backed security）销售情况良好。从1997年到2005年，美国房产价格经过通货膨胀率调整以后的上涨率为55%。2005年，美国一些城市的房产价格上升了10%。按照穆迪公司的评级，在2005年6.8%的住房抵押贷款证券信用等级提高，只有0.9%的住房抵押贷款证券信用等级下降。

在这样的情况下，发放次级住房抵押贷款的金融机构忽略了必须注意借款者的资格、能力和担保的“3C原则”（character，capacity，collateral），大量地发放次级住房抵押贷款。在2005年，大约有15.6%的仅付利息贷款的借款者和12.3%的可选择贷款的借款者的年收入在48000美元以下。38.6%的仅付利息贷款的借款者和53.8%的可选择贷款的借款者的信用等级分在700以下。

许多投资者利用非传统抵押贷款如仅付利息抵押贷款或无首付抵押贷款买进房产来赌房产市场泡沫。如果房产价格上升，他们卖出房子便可以获得房产差价减去购房手续费的收益；如果房产价格下降，他们就放弃抵押的房子，不再支付贷款的本金和利息。这样，他们以零成本或少量成本获得房子差价的收益。

次级抵押贷款和非传统的抵押贷款的推出，主要是为了使低收入者能够购买住房或者使借款者能够更以更加灵活的方式来购买住房。如果就业情况良好，房产价格上升，利率较低，那么抵押贷款市场不会出现问题。但是，这样的前提条件不可能长期存在。一旦失去了这些前提条件，就会出现大量借款者不能偿还贷款的现象。

另外，值得注意的是，这些非传统的抵押贷款工具还会造成风险的积累。由于借款者在前期可以支付较低的利息或者不必支付首期房款就能获得贷款，在人们预期房产价格趋向上升的时候，他们将利用这些工具购买住房，从而增加了住房的需求，推动了住房价格的上升。住房价格的上升又引起人们新的预期，如此循环下去，很容易形成房产价格的泡沫。一旦房产价格下降，泡沫破灭，将爆发抵押贷款市场危机。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2005年以后，次级抵押贷款风险开始显现出来。在房屋抵押贷款中，贷款对价值的比率（LTVs）和债务对收入的比率（DTIs）在上升，附有借款者收入和资产全部证明的贷款所占的比例下降，仅付利息贷款所占的比例上升。2005年6月18日的《经济学人》（The Economist）杂志曾经对住房抵押贷款市场的风险提出警告：在2004年，23%的房子是出于投资的目的购买的，12%的房子是作为拥有第二套房子来购买的，25%的购房者和42%的第一次购房者利用零首付抵押贷款购买房子。

进入2006年以后，随着经济增长率放缓、房产价格的下降和利率的上升，借款者还本付息的负担迅速加重。2006年，将有10000亿美元的抵押贷款需要调整利率。这样，非传统抵押贷款的风险迅速增加，次级住房抵押贷款逾期比率开始上升。到了2007年8月，次级住房抵押贷款逾期比率已经达到11%，大量的次级抵押贷款的借款者不能偿还贷款。

表4-2可以说明利率上升所带来的风险。假定抵押贷款的数额是20万美元，期限是30年，有4种抵押贷款的方式：前2种是传统的抵押贷款，后2种是非传统的抵押贷款。5/1ARM在前5年支付固定利率5.25%，然后按照浮动利率支付利息。仅付利息ARM在前5年只支付利息，然后分期支付本息。从表中可以看到，如果利率从5.00%提高到6.50%，这4种贷款的月支付额的增长率分别为0%、15.8%、54.3%、128.9%；如果利率再从5.00%提高到6.50%，这4种贷款的月支付额的增长率分别为0%、32.4%、76.5%、156.9%。因此，在利率上升的情况下，许多借入非传统的抵押贷款的美国家庭由于无法应付突然增加的月支付额而造成违约。

表4-2　非传统抵押贷款的风险

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

利率	固定利率贷款	5/1ARM	仅付利息 ARM	可选择 ARM
5.00%	1104	1074	875	643
6.50%	1104	1244	1350	1472
每月增付金额	0	170	475	829
每月增付比率	0.00%	15.8%	54.3%	128.9%
8.00%	1104	1422	1544	1652
每月增付金额	0	348	669	1009
每月增付比率	0.00%	32.4%	76.5%	156.9%

资料来源：A J Fishbein，P Woodall.Exotic or Toxic：An Examination of the Non-Traditional Mortgage Market for Consumers and Lenders[J].Consumer Federation of America，2006（5）：20.

值得注意的是，银行或公司发放了次级抵押贷款以后，往往把这些资产打包卖给投资银行，投资银行根据这些资产未来的收益设计成债权，然后在债券市场上卖出去。这个过程称为资产证券化，最终形成的债券称为资产担保证券。这意味着发放次级抵押贷款的银行或公司承担的风险有所减少，但也意味着次级抵押贷款作为一种有毒资产，已经传染到全社会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

美国次级抵押贷款危机是从第二大次级抵押贷款公司新世纪金融公司（New Century Financial Corp.）陷入困境开始的。该公司于2007年3月13日被纽约证券交易所停牌，半个月之后流动性债务超过了84亿美元。由于华尔街的投资银行无力对它进行挽救，它只好正式向美国联邦破产法院提出破产保护申请。新世纪金融公司的危机在市场上产生了多米诺骨牌效应，美国一个个次级抵押贷款公司接连倒下。到2007年8月，美国已有30余家次级抵押贷款公司停业，上市次级抵押贷款公司股票价格几乎直线下跌。

同时，次级抵押贷款危机波及持有以次级抵押贷款为基础发行债券的证券公司、投资公司、共同基金、对冲基金、商业银行与保险公司。联邦住房贷款抵押公司持有1240亿美元次级住房抵押贷款债券，联邦国民抵押贷款协会也持有约580亿美元的同类债券，它们都将因为这类债券价格的下降而遭受重大损失。美国第五大投资银行贝尔斯登公司（Bear Stearns Corp.）在2007年8月5日宣布，由于次级抵押贷款市场危机的影响，下属两个基金——高级结构信贷基金（BSHGSCSMF）和高级结构信贷增强型杠杆基金（BSHGSCSELMF）申请破产保护，投资者损失超过15亿美元，贝尔斯登公司股票价格大幅度下降。

2007年3月13日，美国股票价格在金融股的引领下全面下跌。道琼斯股票价格指数、标准普尔500种股票价格指数、纳斯达克股票价格指数分别下跌2.00%、2.04%、2.15%。从3月13日开始，美国的股票市场一直在美国次级抵押贷款危机的影响下震荡。到2007年8月底，美国主要股票价格指数下跌超过1个百分点的波动共有4次：6月22日，道琼斯股票价格指数、标准普尔500种股票价格指数、纳斯达克股票价格指数分别下跌1.37%、1.29%、1.07%。7月10日，道琼斯股票价格指数下跌1.09%。8月3日，道琼斯股票价格指数、标准普尔500种股票价格指数分别下跌2.10%、2.70%。8月9日，道琼斯股票价格指数下跌2.83%。

美国股票市场价格的暴跌迅速波及世界各国的股票市场，导致世界各国（或地区）股票价格的下跌，其中比较剧烈的有3次：7月14日，法国巴黎CAC40指数跌1.19%，英国伦敦FTSE100指数跌0.72%，德国法兰克福DAX指数跌1.84%。日本日经指数跌1.11%，中国香港恒生指数跌1.22%，中国台湾台北股票价格指数跌1%，韩国首尔股票价格指数跌0.2%。8月3日，加拿大多伦多证交所S&P/TSX综合指数跌1.8%，泛欧FTS Eurofirst 30指数跌1.29%，英国FTSE100指数跌1.21%，德国法兰克福DAX指数跌1.31%，法国巴黎CAC-40指数跌1.48%。8月9日，英国伦

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

敦FTSE指数跌1.12%，德国法兰克福DAX指数跌1.27%，法国巴黎CAC指数跌1.35%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

危机激化

在美国次级抵押贷款危机爆发一年以后，2008年9月美国金融危机再度激化。

首先出现问题的是美国的抵押贷款机构。美国房利美公司（Fannie Mae）和房地美公司（Freddie Mac）因次级抵押贷款危机的影响而陷入了困境，到2008年第三季度亏损已经分别达到290亿美元和253亿美元。2008年9月7日，美国政府宣布接管这两家公司。美国财政部将向房利美和房地美公司注资，并收购它们的优先股票。政府相关监管机构接管这两家公司的日常业务，同时任命新的管理者。

房利美和房地美公司分别成立于1938年和1970年，它们是私人所有但得到美国政府支持的特殊金融机构。它们的主要业务是从商业银行和其他金融机构买进住房抵押贷款，并将部分住房抵押贷款证券化后出售给投资者。因此，它们是美国住房抵押贷款的融资机构。这两家公司所提供的住房抵押贷款总额约为50000亿美元，几乎占美国住房抵押贷款总额的50%。

接着出现问题的是美国的投资银行。2008年9月14日，美国第三大投资银行美林公司（Merrill Lynch）因次级抵押贷款危机的影响陷入困境不得不接受美国银行的收购。美国银行以每股29美元的价格用440亿美元收购美林公司。美林公司创办于1914年，是全球领先的财富管理和财务顾问公司。美林公司在全世界有超过700个分公司及代表处，有15700名财务顾问为个人和企业提供一流的财富管理和财务顾问服务，所管理的客户资产总值达到17000亿美元。

2008年9月15日，美国第四大投资银行雷曼兄弟公司（Lehman Brothers）同样因次级抵押贷款危机的影响陷入困境不得不申请破产保护。雷曼兄弟公司1850年由德国巴伐利亚的雷曼三兄弟在美国亚拉巴马州的蒙哥马利创建，至今已有158年历史，主要业务包括投资银行业务、私人投资管理业务、资产管理业务等。

至此，在美国五大投资银行中，第三大到第五大投资银行美林公司、雷曼兄弟公司、贝尔斯登公司相继申请破产保护或者被收购。仅存的排列第一的高盛公司（Goldman Sachs）和排列第二的摩根士丹利公司（Morgan Stanley）也从投资银行转变为银行持股公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在雷曼兄弟公司和美林公司出现问题的这一天，在美国股票价格下跌的引领下，全世界主要股票市场的股票价格大幅度下跌，成为又一个“黑色星期一”。

再接着，金融风潮从投资银行蔓延到保险公司、储蓄机构和商业银行。9月16日，美国国际集团（American International Group，AIG）因受到次级抵押贷款危机的影响到2008年第三季度的亏损达到244亿美元，不得不向美国联邦储备系统请求援助。美国联邦储备系统宣布向美国国际集团提供850亿美元紧急贷款。美国国际集团是美国最大的保险公司，总资产约10000亿美元。

2008年9月25日，美国华盛顿互惠银行（Washington Mutual）因受到次级抵押贷款危机的影响到2008年第二季度损失达到30亿美元而陷入困境，美国联邦监管机构接管华盛顿互惠银行，并将其部分业务出售给摩根大通公司。华盛顿互惠银行成立于1889年，是美国最大的储蓄银行，它拥有3070亿美元资产和1880亿美元存款，在2008年世界最大的500家公司中列318位。

2008年11月23日，美国政府宣布，在10月对花旗集团救援的基础上再追加200亿美元用于购买花旗集团优先股票，并为花旗银行3060亿美元与商业和住房抵押贷款有关的风险贷款提供担保。花旗集团在次级抵押贷款危机的影响下已经损失了551亿美元。花旗集团的股票价格在11月21日暴跌近20%，跌到每股3.77美元。它的市场价值仅有210亿美元，不到2006年年底2700亿美元市值的1/10。

花旗集团是世界上最大的银行集团。在英国《银行家》杂志2003年对世界前1000家银行的排名中，花旗集团以一级资本669亿美元、总资产12640亿美元、利润178.5亿美元三项排名第一。花旗集团的职员总数为370000人。2002年，它的盈利占世界1000家大银行总盈利2524亿美元中的6.1%。

美国联邦储备委员会前主席格林斯潘在2008年9月14日表示，美国正陷入“百年一遇”的金融危机之中，这场危机导致经济衰退的可能性正在加大，躲过经济衰退的可能性小于50%。

2008年、2009年、2010年，美国分别有26家银行、140家银行、157家银行破产！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

对赌次贷

一把双刃剑

20世纪90年代以来，美国对冲基金在世界各地不断掀起金融风潮，蓄意攻击其他的金融市场，引起了世界各国的关注。多个国家的中央银行，包括发达国家的中央银行纷纷呼吁美国的中央银行管管对冲基金，但是，美国中央银行无动于衷。1998年9月16日，在这些事件不断发生的时候，美国联邦储备委员会主席格林斯潘轻飘飘地表示，我们没有理由为诸如长期资本管理基金这样的对冲基金数十亿美元的打赌感到惊慌，“对冲基金正受到借钱给它们的金融机构强有力的监管”。[1]

这让人们认识到美国当局的理念：美国利益至上。我们不否认每个国家都有自己的利益，但是同时还有世界的利益。如果一个国家只顾本国利益而不管世界利益，世界会变得怎么样？是的，美国对冲基金在世界范围内攻击别的国家的金融市场，美元可以源源不断地汇回美国，但如果有一天美国金融市场出现缺陷，难道它们就肯定不会在美国的金融市场上兴风作浪？这是一把双刃剑！



美国联邦储备委员会主席格林斯潘

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这一天果然到来了。美国的金融危机对于美国大多数个人和机构来说都是灾难，但是对于对冲基金来说则是“百年一遇”的豪赌机会。

[1] K Capell, M McNamee. The Fed Steps in: Will It Work? [J]. Business Week, 1998(10): 34.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

最早发现机会的人

在美国次级抵押贷款危机没有爆发以前，部分对冲基金已经发现，随着次级抵押贷款规模的不断膨胀，这种脆弱的贷款可能会崩溃，投机的机会就会来临。但是，他们又马上发现，难以直接做空次级抵押贷款。次级抵押贷款主要有两种类型：一种是银行发放的贷款，另一种是通过证券化以后转化为的债券。对于前一种贷款来说，它只会打包提供给投资银行进行资产证券化，不能在金融市场上随意买卖，因而无法做空；对于后一种债券来说，既不能融券卖出去，也不能卖出这类债券的期货或者买卖这类债券的期权。



子孙资本管理者伯利

据说，可以查证的最早意识到并找到做空次级抵押贷款方法的人，是一家叫作子孙资本（Scion Capital）的对冲基金的创始人和管理者伯利（Michael Burry）。伯利在2岁的时候患上了一种癌症，在动手术的时候失去了左眼。他在大学读的是医学，结过两次婚，第一任妻子是一位朝鲜女子，第二任妻子是一位越南女子。虽然他是一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

医生，但他对计算机更感兴趣。后来他迷上了股票投资，随后建立了一家对冲基金并成为管理者。

伯利在2004年年初就预感到次级抵押贷款要崩溃，但是他找不到做空次级抵押贷款的方法。有一天，他在翻阅《信贷衍生品与合成结构：根据和应用指南》一书的时候，不禁眼睛一亮：信用违约掉期（credit default swaps，CDS）不就是可以做空次级抵押贷款的工具吗？所谓掉期，又称为互换，即相互交换某种权利或责任。

信用违约掉期的基本含义如下：假定买方A每年向卖方B支付20万美元的价格，购买了价值1亿美元某公司债券10年期限的信用违约掉期产品。如果该公司在10年之内美元没有出现违约，那么A将向B支付200（＝20×10）万美元；如果该公司在10年之内美元出现违约，那么B将A向支付1亿美元。这实际上是一个对赌协议，也是一个零和博弈：A压上200万美元的赌注，如果他赌输了，他损失200万美元，即B得到200万美元；如果他赌赢了，他得到1亿美元，B损失1亿美元。

伯利判断，金融机构在2005年发放的次级抵押贷款有一个两年期限的固定利率期，在这个期间利率很低，但过了这个期间利率可能大幅度提高，将出现一大批违约者。因此，伯利决定做信用违约掉期的买方，但是谁愿意做卖方呢？伯利分别与高盛、摩根士丹利、德意志银行、瑞银集团、美林、花旗集团等金融机构联系，其中5家机构表示对此一无所知，2家机构表示可以考虑提供这种合约。在这个时候，可能谁都没有想到，在3年以后信用违约掉期合约居然形成了一个规模数万亿美元的市场，并造成了参与的金融机构数千亿美元的损失。

德意志银行开发出信用违约掉期产品。2005年5月19日，伯利终于做成了信用违约掉期合约的交易，他从德意志银行购买了6份分别针对6种抵押担保证券的信用违约掉期产品，每份1000万美元，共6000万美元。在以后的时间里，随着参与这项新业务的金融机构增加，伯利下注越来越容易。到了2005年10月，伯利已经买进了价值10亿美元的信用违约掉期产品。后来，这个数字攀升到85亿美元。正如伯利自己所说的：我不是在赌一只债券，我是在赌一个体系。愿意出售信用违约掉期产品的则是那些坚信次级抵押贷款不会出现违约的金融机构，它们很乐于为这些次级抵押贷款提供保险，与愿意赌的人对赌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

制造赌具的人

李普曼（Greg Lippmann）是德意志银行的交易员、信用违约掉期产品的创建者。2005年2月，李普曼发现了诸如伯利这样的投资者的需求，便邀请贝尔斯登公司和高盛公司一些交易员以及一些律师到德意志银行的会议室，讨论如何创建信用违约掉期合约。经过3个月的努力，终于设立了信用违约掉期产品。这样，德意志银行作为经纪商，通过寻找这种产品的卖方和买方并促成他们交易，从中收取佣金。

随着越来越多的对冲基金希望参与做空次级抵押贷款，越来越多的金融机构希望参与做多次级抵押贷款，信用违约掉期产品的需求越来越大。只要有市场需求，投资银行就会创造出供给，高盛公司敏锐地发现它可以从提供赌具中赚钱的机会。

高盛公司很快开发出一种投资者可能永远都搞不清楚的产品：合成型次级抵押贷款债券支持的担保债务权证。这种产品的本质与信用违约掉期相似，重新分配次级抵押贷款的违约风险。高盛公司利用价值200亿美元的、评级为BBB的次级抵押贷款，构建了数十亿美元这样的产品，然后令人难以置信地说服美国国际集团（AIG）成为这种产品的卖方，它则从成交的买卖双方收取佣金。

这样，美国国际集团与包括伯利在内的买方形成对赌关系：如果这些次级抵押贷款没违约，美国国际集团可以从买者那里得到数百万美元；如果这些次级抵押贷款违约，美国国际集团则向买者支付200亿美元。不论谁赌赢还是赌输，高盛公司都可以得到高额的佣金收益。

对于提供这种对赌的金融衍生工具，美国其他的投资银行不但没有感觉到任何不安，反而后悔为什么不是它们首先发现这个金矿，它们纷纷加入开发信用违约掉期产品的行列，这个赌局越做越大。

作为信用违约掉期产品大卖方的美国国际集团全然不知它处于极大的风险之中。最先意识到风险的是集团内金融产品部的帕克（Gene Park）。他在得知一位同学在没有工作和积蓄的情况下从银行取得贷款买了房子后，马上感觉到信用违约掉期产品存在巨大的风险。他又进一步进行深入的调查，确认信用违约掉期产品隐藏着很大的风险。帕克在金融产品部一次会议上对卖出这种产品提出质疑，还受到了金融产品部负责人卡萨诺（Joe Cassano）的训斥。后来，在帕克再三坚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

持下，卡萨诺勉强同意到高盛公司去了解如何把次级抵押贷款转变为AAA评级的债券，后来才清楚这一切都建立在房产价格永远不会下跌的假设上。卡萨诺决定停止出售信用违约掉期产品，但遗憾的是他没有对已经出售的价值500亿美元的信用违约掉期产品进行防范风险的对冲操作。

有意思的是，到了2005年第四季度，本来作为经纪商的李普曼也坚定地认为次级抵押贷款会出现崩溃，建议银行不要再做经纪商，而是转向买进10亿美元的信用违约掉期产品。李普曼说：如果我对了，银行可以赚10亿美元；如果我错了，银行只是在4年内每年赔2000万美元。最后银行还是迟疑地同意李普曼的建议，李普曼买进了30亿美元的信用违约掉期产品。

但是在李普曼买进信用违约掉期产品以后的一段时间里，次级抵押贷款的价格一再上涨，李普曼的同事们都为他捏一把汗。但是，李普曼坚定地认为他是对的。即使在2006年8月下文即将提到的下赌注最大的保尔森有几分犹豫的时候，他也坚定地认为他是对的。李普曼的坚持终于得到回报。2007年2月7日，随着ABX指数的下跌，李普曼团队持有的30亿美元的信用违约掉期产品在一个上午就赚了2000万美元，在随后的一周里赚了1亿美元。到2007年年底，李普曼团队已经赚了20亿美元！

正因为如此，在2007年次级抵押贷款危机爆发的时候，美国国际集团濒临破产，高盛公司的年度报表中却有30亿美元的利润！曾任所罗门兄弟公司债券交易员的刘易斯（Michael Lewis）在所写的《大空头》中提出了下列问题：为什么老道的美国国际集团金融产品部的交易员会做这样的交易？为什么穆迪公司和标准普尔公司给予这个包括80%高风险的次级抵押贷款产品AAA的评级？为什么高盛公司内部没有任何一个人站出来说这是可耻的行为？[1]

[1] 迈克尔·刘易斯. 大空头[M]. 何正云，译. 北京：中信出版社，2011.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

赌注最大的人

如果说伯利做空次级抵押贷款最早，那么保尔森做空次级抵押贷款最狠。

保尔森（John Paulson）是一家称为保尔森公司（Paulson&Co.）的对冲基金的创始人和管理者。保尔森在纽约长大，1973年进入纽约大学读金融学。但是他无心上学，读完一年级后暂时中止了学习，到厄瓜多尔他叔叔那里增长见识。在厄瓜多尔逗留期间，保尔森激发起赚钱的欲望，于1976年重新回到纽约大学学习，用19个月拿到了毕业所需要的学分，而且成绩全部为优秀。接着，他进入哈佛大学商学院读研究生。毕业以后，保尔森曾在几家金融机构任职，最终还是选择自己创业。[shu籍 分.享 V信jnztxy]



保尔森基金管理者保尔森

长期以来，保尔森基金没有什么突出的业绩。2005年年初，也就是在伯利预感到次级抵押贷款要崩溃的一年以后，保尔森也预感到次级抵押贷款要出问题。为了准备豪赌，保尔森支付200万美元的研究经费，聘请了一个分析师团队对抵押贷款违约的概率进行分析。分析结果表明，只要美国的房产价格停止上升，至少有7%的住房抵押贷款会违约。

2005年5月，保尔森买进了价值1亿美元的BBB次级抵押贷款债券信用违约掉期合约。投资银行在买进次级抵押贷款进行资产证券化以后，通常会把它划分成若干信用等级的抵押担保债券出售，BBB级是其中的一个信用等级。如果抵押担保债券有5%的人违约，将由更低信用等级的抵押担保债券投资者承担损失；如果超过5%并达到6%，BBB级抵押担保债券投资者的损失会逐渐增加并直到全部损失。保尔森买进的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

掉期合约的价格是1年160万美元。如果没有出现违约，保尔森每年向对方支付160万美元；如果出现违约，保尔森将得到合约金额1亿美元。

到了2006年年初，美国房产价格没有下跌，保尔森押的赌注没有赚钱。但是，保尔森判断美国联邦储备系统将会提高基准利率，房产价格很难继续上升，次级抵押贷款迟早会出问题，因而确信这是一个千载难逢的机会。2006年6月的一天，保尔森的助手冲进保尔森的办公室，兴奋地告诉他最新的数据已经公布，2005年美国的房产价格仅仅涨了1%。保尔森大受鼓舞，决定增加赌注。但是，如何增加赌注？当时没有多少人相信保尔森的话，保尔森募集资金遇到很大的困难。但是保尔森坚持不懈地努力，甚至把自己的存款都押上，终于筹集到1.4亿美元的资金，成立了第二家基金。

2006年7月，高盛公司推出了次级房屋贷款债券价格综合指数（ABX），并大量提供可供交易的信用违约掉期产品。有一天，保尔森接到一位交易员的电话："你要多少信用违约掉期产品？"保尔森担心吓跑对方，试着说："5亿美元。"对方回答："成交！"保尔森说："再加5亿美元。""成交！"但对方回答后又加了一句话："请告知你们的总体规划。"保尔森请他第二天再来电话。

第二天，保尔森又买了10亿美元的信用违约掉期产品。那位交易员又一次提出："请告知你们的总体规划。"保尔森说："再买30亿美元。"对方沉默了一会儿，表示可以再卖给保尔森10亿美元。后来，保尔森继续从别的经纪商那里买进信用违约掉期产品。

2006年8月是保尔森最困难的时期。美国联邦储备系统因担心给住房抵押贷款的业主增加压力而停止了提高基准利率的步伐。如果美国联邦储备系统反向降低基准利率，次级抵押贷款就会稳定下来。在这种情况下，信用违约掉期产品价格就会下跌，保尔森将遭受损失。

同时，保尔森也发现他们买进的信用违约掉期产品涉及的标的是已经升值的房产，借款人违约的可能性比较小。尽管保尔森有些迟疑，但他仍然认为次级抵押贷款要崩溃，他从索罗斯的侄子彼得·索罗斯（Peter Soros）那里筹集到7亿美元的资金又成立第三家基金，买进标的更为脆弱的信用违约掉期产品。保尔森通过新建的后两家基金共买进了140亿美元的信用违约掉期产品。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

伯利也遇到了同样的困难，他的信念与保尔森同样坚定。但不幸的是，伯利基金的投资者没有保尔森基金的投资者这么坚定。伯利基金买进的85亿美元信用违约掉期产品价格在下降，他们对伯利提出质疑，甚至威胁要退出基金。伯利被迫卖出约30亿美元的信用违约掉期产品，以1500万美元的价格买进，再以600万美元的价格卖出，伯利遭受损失。

2006年年底，美国房产价格趋向稳定，保尔森仍然没有赚到钱，他似乎有些动摇，但最后还是选择了坚持。2007年年初，美国房产市场的颓势开始出现了，但是次级抵押贷款债券的价格并没有下降。美国新世纪金融公司还在大量发放次级抵押贷款，似乎预示着次级抵押贷款没那么容易出问题。

2007年2月7日，保尔森的助手又一次冲进他的办公室告诉他：新世纪金融公司出问题了！保尔森松了一口气：终于等到这一天了！次级房屋贷款债券价格综合指数（ABX）开始下跌。保尔森基金持有250亿美元的信用违约掉期产品，ABX每下降1个百分点，保尔森基金就盈利1个百分点，即2.5亿美元。就在这一天的上午，保尔森基金盈利12.5亿美元。

保尔森卖出小部分信用违约掉期产品锁定了利润，仍然用大部分信用违约掉期产品继续赌次级抵押贷款债券下跌。在随后的日子里，许多金融机构陷入困境，ABX持续下降，保尔森收获了滚滚而来的财富。到了2007年秋季，保尔森基金的收益达到120亿美元。

2008年的一天，索罗斯邀请保尔森共进午餐。保尔森保持低调，索罗斯则百感交集：与保尔森2007年120亿美元的盈利相比，他1992年狙击英镑10亿美元的盈利真是小巫见大巫了。往日的辉煌过去了，谁能捕捉到新的投机机会，谁就能获得成功。

伯利也盈利了，但是他跟他的投资者们之间麻烦不断。2007年2月，伯利在买进的信用违约掉期产品中拿出一部分卖出去，盈利达到100%。在随后的几个月里，伯利继续卖出他所持有的信用违约掉期产品，获得了高额的利润。但是，他的投资者们仍然认为伯利在前期欺骗了他们，并且接二连三地撤出资金。伯利在对赌次级抵押贷款中成功了，总共赚了5亿美元，但是他经营基金却没那么成功。到了2008年，新投资者越来越少，老投资者则不断离开，伯利管理的资金不断减少。2008年年末，伯利终于感到受不了了，决定关闭自己的基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

赌资最少的人

如果说保尔森是下赌注最大的人，那么麦和莱德利则是想下大赌注但没有赌资的人。

2003年，麦（Jamie Mai）和莱德利（Charlie Ledley）都是30多岁的年轻人，他们用自己11万美元的资金在一个车库里建立了康沃尔资本管理公司（Cornwell Capital Management）。



康沃尔资本管理公司管理者麦和莱德利

后来，麦和莱德利两人发现美国第一资本金融公司向信用较低的人发放了贷款，监管机构对是否处罚这家公司出现分歧。经过对这家公司的调查，麦和莱德利认为这家公司是诚实的，决定投入全部资金11万美元购买实施价格为40美元的买进第一资本金融公司股票的期权，当时期权价格是3美元。如果监管机构不处罚，他们赚钱；如果监管机构处罚，他们亏钱。最后，他们赌赢了，11万美元变成了50万美元。

到了2006年年初，麦和莱德利这两位年轻人也对信用违约掉期产品发生了兴趣。他们不断向一些大的金融机构询问参与信用违约掉期产品交易的事情，但都因参与资金额太小而被拒绝。后来他们找到了德意志银行。按照德意志银行的规定，必须要有20亿美元才能进入“机构投资平台”。他们最终说服了德意志银行，同意到他们的公司进行实地考察。麦和莱德利只好尽力地把设在车库的公司办公室布置得浪漫一些。由于厕所在楼下，而楼下是一个车间，如果来访的人要上厕所，他们就露馅了。还好，来访者没有提出上厕所，麦和莱德利获得了投资资格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这个时候是2006年10月，正好是次级抵押贷款崩溃的前夕。另外，他们就像堂·吉诃德那样去寻找不可能的机会：赔率是10∶1，但定价是100∶1。正是运气和智慧成就了他们。到2008年8月，他们用100万美元的赌注赚了8000万美元！

美国领英公司（PerTrac）对冲基金数据库2006年年底的报告显示，在美国13675家对冲基金中，有数千家对冲基金取得买卖信用违约掉期产品的许可。可能是没有意识到是一个机会，或者可能认为不是一个机会，只有100家左右的对冲基金参与这场次级抵押贷款的对赌，其中约有近20家对冲基金豪赌次级抵押贷款。当然，信用违约掉期产品的买方并不都是对冲基金，也有对自己持有的次级抵押贷款进行保值的人，但这是两种不同的行为。由于次级抵押贷款是一种零和博弈，买方的巨额收益就是卖方的巨额损失，这场豪赌加剧了美国次级抵押贷款危机的程度。

刘易斯在2009年出版了《大空头》一书，祖克曼（Gregory Zuckerman）在2009年出版了《史上最伟大的交易》一书，前者以略带贬义的口吻描述了这个过程，后者则以略带褒义的口吻描述了这个过程，但是他们所陈述的基本事实是一致的。

保尔森豪赌美国次级抵押贷款一度成为美国“对冲基金之王”，但是高收益总是伴随着高风险，赌对一次并不意味着每次都会赌对。2011年，保尔森认为美国金融业将全面复苏，大规模投资花旗银行和美国银行的股票，结果遭受严重损失。另外，保尔森押注嘉汉林业公司（Sino-forest），买进了3100万股该公司的股票。但后来美国浑水公司（Muddy Waters Research）揭露该公司夸大资产金额和伪造销售交易，致使该公司股票价格暴跌。这一年，保尔森的优势累加基金（Advantage Plus Fund）损失达53.58%，成为美国业绩最差的对冲基金。2012年4月，保尔森故伎重演，利用大规模买进信用违约掉期合约的方式做空欧洲主权债务。所谓主权债务，是一个国家的政府以本国主权作为担保向国际经济组织或者向外国政府借入的债务。但是欧洲政府债务危机没有像保尔森想象的那样恶化，保尔森优势累加基金再次亏损17%。保尔森在2007年大获成功以后保持着低调，也许他预感到以后会有这么一天。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

豪赌股市

第一轮攻击

或者是没有意识到次级抵押贷款会出问题，或者是没有意识到次级抵押贷款问题会严重到如此程度，很多对冲基金没有参与次级抵押贷款的对赌。但是，在次级抵押贷款危机发生以后，谁也不想错过做空美国股票市场的机会。

在美国有许多股权类金融衍生工具可供交易。从期货类金融衍生工具来说，在芝加哥商品交易所、纽约证券交易所、堪萨斯交易所设有标准普尔500种股票指数期货、纽约证券交易所综合指数期货合约、主要市场指数期货合约等8种股票指数期货合约。从期权类金融衍生工具来说，在各个证券交易所都有许多种股票的期权以及股票指数期权的交易。投机者很容易利用股票期权做空某种股票，或者利用股票指数期货或者股票指数期权做空一组股票甚至整个股票市场。

在美国次级抵押贷款危机爆发以后，对冲基金把攻击方向对准投资银行。它们第一轮攻击的目标是美国国际集团、房利美、房地美、贝尔斯登公司、雷曼兄弟公司、美林公司等。这些投资银行资产负债表中杠杆倍数过高，在信用违约掉期合约价格急剧上升的情况下，它们维持资产负债表的平衡所要付出的代价很大。对冲基金除了在股票现货市场上卖空、在股票期权市场上做空以外，往往还推高这些投资银行卖出的信用违约掉期合约的价格，以把这些投资银行置于死地。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



基尼克斯基金公司管理者查诺斯

查诺斯（James Chanos）是基尼克斯基金公司（Kynikos Associates）的创始人和管理者，而基尼克斯基金公司是世界上最大的专门从事做空交易的对冲基金。

早在2005年，查诺斯就注意到美国国际集团（AIG）的弱点，他曾说：这些家伙的习惯就是制造不受约束的产品，这种产品很有可能给他们带来丰厚的利润。后来，查诺斯和他的分析师们绞尽脑汁，终于发现了美国国际集团出售有价值620亿美元的信用违约掉期产品，于是大规模做空该公司的股票。2005年2月，美国国际集团相继接到美国证券交易委员会和纽约州总检察长的传讯，它的股票价格迅速下跌，跌幅超过10%。后来，公司董事会解除了总裁的职务。在新任总裁苏利文（Martin Sullivan）接任后的一年时间里，美国国际集团的股票价格逐渐结束了下跌的状态。

2006年年底和2007年年初，查诺斯意识到美国国际集团是一家保险公司，美国政府有可能不会听任这家公司破产。如果美国政府出手帮助这家公司，自己继续甚至加大做空这家公司股票的前景如何不得而知，于是终止了对这家公司股票做空的行为。事后的情况表明，2008年9月，美国政府最终接管了美国国际集团，如果查诺斯仍然做空的话，他的做空仓位会损失80%的价值。由于在做空美国国际集团的股票中没有赚到很多钱，查诺斯一般不愿意提起这件事情。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

然而，在2006年和2007年，做空的机会很多。查诺斯做空了一批股票，如房利美、房地美等。2006年和2007年，查诺斯所管理的熊科基金（Ursus）还是获得了巨额的做空收益，收益率分别为26.4%和60.2%。值得注意的是，2006年和2007年，标准普尔500种股票价格指数的上涨率分别是5%和-37%。显然，专门做空的查诺斯的对冲基金的收益与股票指数的变化是负相关的。有意思的是，2009年，美国金融危机的情况逐渐缓和下来，查诺斯所管理的熊科基金亏损了30.5%。

如果说在做空狂潮的压力下，美国国际集团的股票价格没有一泄到底的话，那么包括贝尔斯登公司在内的一批公司就没有那么幸运了。2007年，第五大投资银行贝尔斯登公司出现问题，以基金先驱资本（Harbinger Capital）为代表的一批对冲基金大规模地做空贝尔斯登公司的股票，使贝尔斯登公司的股票价格从150美元下降到4美元。基金先驱资本是在2001年建立的、由法尔科（Philip Falcone）管理的对冲基金，管理的资金高达265亿美元。

在第一轮狂潮的打击下，许多公司的股票价格下跌。特别是出现问题或者可能会出现问题的公司的股票价格下跌幅度就更大了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第二轮攻击

对冲基金第二轮攻击的目标除了雷曼兄弟公司和美林公司以外，还包括花旗银行、摩根士丹利公司、高盛公司等一批投资银行和商业银行。

艾因霍恩（David Einhorn）是名为绿光资本（Greenlight Capital）的对冲基金的创始人和管理者。1995年年底，他与同事凯斯温（Jeff Keswin）在一家“对冲基金旅馆”租用了150平方英尺[1]的办公室，开办了绿光资本，启动资金是90万美元。基金的名字是艾因霍恩的妻子起的，绿光代表了希望，意味着新企业的产生。后来，绿光资本迅速发展，所掌管的资金达到600亿美元，艾因霍恩也成为华尔街的一颗明星。



绿光资本管理者艾因霍恩

有一个例子可以说明艾因霍恩的影响力。2010年10月的一天，艾因霍恩出席一个会议，宣布他做空的目标公司。会场的听众全神贯注，生怕漏掉一个字。艾因霍恩开始发言：今天，我们要讨论的是圣乔公司（St.Joe Company），股票代码是JOE，股票价格是24.5美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

几乎就在这一瞬间，听众们都在按动着他们的智能手机，圣乔公司的股票价格随即呈现自由落体状态。

2007年8月，在贝尔斯登公司属下的两个基金宣告破产以后，法国巴黎银行属下的三个基金也暂停赎回业务，艾因霍恩预感到一场腥风血雨将要到来，于是召集绿光资本的7位分析师开会研究对策。最初，绿光资本做空的篮子包括15～20只股票，但后来逐渐集中在雷曼兄弟公司、穆迪投资者、富国银行等少数股票。

2007年10月18日，艾因霍恩参加了雷曼兄弟公司关于季度盈利报告的电话会议，认为雷曼兄弟公司隐瞒了亏损的事实，于是组织分析师们去挖掘事实。艾因霍恩发现，按照财务准则，投资银行在卖出一项债务后按照较低的价格买回来，可以将减值记作收入。这在正常的情况下没有什么问题，但是在极端的情况下就会出现一个公司发行的债券质量越差，它若回购记录的收入就会越多的情况。在11月29日的价值投资年度大会上，艾因霍恩提出了这个问题。但是，投资者没有买艾因霍恩的账，雷曼兄弟公司的股票价格在第二天上涨了5美元。

2008年4月8日，在春季投资者大会上，艾因霍恩再次对雷曼兄弟公司公允价值计算方法提出质疑。他指出，按照雷曼兄弟公司的财务状况，如果资产减值1个百分点，公司的净资产将近减少50%。事后，雷曼兄弟公司总裁卡兰（Erin Callan）放出狠话：我会让做空者吃尽苦头，我说到做到！

2008年5月21日，艾因霍恩在索恩投资者大会（Sohn Investment Con-ference）发表了题为“会计的独出心裁”（Accounting Ingenuity）的演讲，针对雷曼兄弟公司的价值评估提出了做空计划。在第二天股票市场开盘以后，雷曼兄弟公司的股票下跌5%。

2008年6月，雷曼兄弟公司宣布第二季度亏损28亿美元。接着，做空浪潮更加汹涌澎湃。到雷曼兄弟公司于9月15日宣布实行破产保护时，股票价格最后跌落到10美分。有一个现象值得注意：在雷曼兄弟公司宣告实行破产保护时，有3200万股卖空的股票无法交割。当然，雷曼兄弟公司的股票投资者为了自我保护卖出股票无可非议，艾因霍恩揭露雷曼兄弟公司存在的财务问题也无可非议。但艾因霍恩试图通过影响股票市场来使自己做空的头寸获利，以及如此多的无法交割的卖空股票，都说明恶意做空是推动股票价格惨烈下跌的主要力量，这实际上是给受伤者再狠狠踹上一脚。确实，股票市场没有道德可言。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

许多股票都在做空力量的打击下惨烈暴跌。2006年12月26日，花旗银行的股票价格是56美元。2006年度，花旗银行每股收益是4.22美元，每股的股息是1.96美元，花旗银行股票投资者都觉得心里很踏实。但是，到2007年11月，在对冲基金做空力量的打击下，花旗银行的股票跌到30多美元。在阿联酋的阿布扎比投资局（Abu Dhabi Investment Authority）决定注资75亿美元购买花旗银行的股权以后，花旗银行的股票价格有所回升。但是到了2009年4月，花旗银行的股票价格惨烈下跌到1.5美元。那些购买了花旗银行股票期待着高分红的个人投资者、那些认定花旗银行股票是价值型投资股票的机构投资者、那些确信花旗银行是全球无价品牌的股东们，都没有逃脱损失的厄运。

对冲基金同样发起了对摩根士丹利公司股票的攻击。摩根士丹利公司董事长兼首席执行官麦克（John J.Mack）收集了证据，找到了证人，向美国证券交易委员会指控对冲基金合谋做空摩根士丹利公司的股票。麦克的举动激怒了对冲基金，它们纷纷撤销了在摩根士丹利公司开设的机构经纪账户，而机构经纪业务是摩根士丹利公司利润最高的业务。摩根士丹利公司的业务和股票都受到打击，几乎走到穷途末路。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

摩根士丹利公司董事长麦克

对冲基金的管理者在媒体中公开为自己辩护，称卖空是他们神圣不可侵犯的权利，无须遵守什么原则。

[1] 1英尺＝0.3048米。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

做空整个股市

对冲基金不仅重点做空受到次级抵押贷款危机不利影响较大的金融机构，而且做空整个美国股票市场。显然，在恐慌心理的影响下，做空整个股票市场可以带来巨大的收益。在美国次级抵押贷款爆发期间，股票价格是波动的，有的时候回升幅度还比较大，但是股票市场价格的整个变化趋势是下降的。下面是美国股票市场三大指数的变化情况。

道琼斯股票价格指数在2007年10月25日是13671点，到2009年3月3日下降到6726点，下跌幅度为51%；标准普尔500种股票价格指数在2007年9月27日是1531点，到2009年3月4日下降到713点，下跌幅度为53%；纳斯达克股票价格指数在2007年10月31日是2859点，到2009年2月27日下降到1378点，下跌幅度为53%。由此可见，美国的三大股票价格指数均出现“腰斩”的情况。

比格斯（Barton Biggs）曾在摩根士丹利公司担任首席战略官，他在《对冲基金风云录Ⅱ》中描述了美国次级抵押贷款危机发生后的情景，他写道：“一群群做空的交易人，通常是对冲基金公司，大搞卖空袭击。他们尤其针对那些投资银行的股票，卖出短期深度虚值期权，或者在不预先借入股票的情况下卖空（即所谓裸卖空），如何再买入波动大、交易量小的信用违约掉期，拉升信用违约掉期的价格。2006年以前，做空还必须遵守报升原则，但是此时这一规则已被取消。做空的交易人不必等到经纪人安排借入股票，就可以毫无顾忌地狠狠出手，用抛盘把股价砸下去。”[1]所谓报升规则（uptick rule）是指关于融券卖出股票的申报价格不得低于该股票的最近成交价格的规定，目的是防止在发生金融危机时空头的打压导致股票价格暴跌。

为了制止投机者在股票市场上的恶意做空行为，美国证券交易委员会在2008年8月12日禁止对19家金融机构的股票进行裸卖空交易，在2008年9月18日暂时禁止对800家商业银行、保险公司和投资银行的股票进行卖空交易。虽然这种强制性的措施来得晚了一些，但对于限制对冲基金后来的豪赌还是起到了一定作用。在美国次级抵押贷款危机过去后的2009年7月，美国证券交易委员会永久性地禁止裸卖空交易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

[1] 巴顿·比格斯. 对冲基金风云录Ⅱ [M]. 张桦，等译. 北京：中信出版社，2012.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

价值型投资的失效

由于股票价格不是直线下降而是上下波动的，对冲基金也因为各自预期不同或者投资风格不同而相互厮杀。

美国普利司通阿尔法基金（Bridgestone Alpha，BA）的经历就是一个例子。这家公司建立于2000年，到2007年年初所管理的资金已经达到80亿美元。BA公司属于模型驱动和价值型投资的对冲基金，他们采用计算机模型来对股票市场进行分析，然后做多低估值股票和做空高估值股票。

2007年1～2月，美国股票市场价格有所上涨，但在3月出现下跌，标准普尔股票价格指数跌了7%。BA公司管理团队按照他们的判断对估计价格要上涨的股票做多，对估计价格要下跌的股票做空，但多头大于空头。4～6月，美国股票市场价格上涨，标准普尔股票价格指数上涨了10%。但是，BA公司做多和做空的股票价格都在上涨，BA公司上半年收益率只有2%，落后于许多宏观对冲基金的业绩。

BA公司管理团队调整了投资策略，把杠杆倍数从4倍增加到6倍，把多头与空头之差即净多头调整到投资额的40%。这意味着从总体来看，他们仍然看好美国的股票市场。2007年7月前3周，美国股票市场似乎高奏凯歌。但从7月的第4周开始，美国股票市场价格出现大幅度下降。这样，BA公司的杠杆倍数和净多头变得过高了。BA公司管理团队不得不降低了杠杆倍数，把净多头降低到投资额的20%。但是，由于具有相似投资风格的对冲基金都进行回补空头和平掉空头的操作，BA公司做多的股票价格下降，做空的股票价格上升，BA公司的亏损达到12%。

在对冲基金的世界里，人人都是强人和能人，但彼此之间争强好胜，嫉贤妒能。一时间，关于BA公司亏损的传言满天飞。

2007年8月12日，美国股票市场价格再次下跌，BA公司的亏损增加到17%。部分相似投资风格的对冲基金遭受损失。高盛公司旗下的一家称为价值阿尔法基金的对冲基金管理着75亿美元的资金，亏损为27%；另一家称为全球权益机会基金的对冲基金采用6.5倍杠杆，亏损为30%。在这种情况下，BA公司最大的投资者中有5个投资者要求赎回部分资金，占BA公司资金的20%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

到了2007年11月，BA公司的情况继续恶化，它的投资者要求赎回的资金达到20亿美元，BA公司遭受致命的一击。2007年，BA公司的亏损达到33%，管理的资金从80亿美元下降到36亿美元。进入2008年以后，BA公司在勉强地支撑着。但是，到了2008年年底，BA公司遭遇一笔较大的资金赎回，它所管理的资金接近于零。这样，BA公司最终宣告关闭。[1]

BA公司的经历表明，在股票市场出现恐慌性下降、大批对冲基金都在做空的情况下，模型驱动的价值型投资方法失效了。尽管有一批股票的估值是严重偏低的，但是它们的命运仍然是价格下跌。这部分对冲基金坚持模型驱动的价值型投资方法与别的对冲基金博弈，最后被淹没在做空大军的洪流之中。

[1] 巴顿·比格斯. 对冲基金风云录Ⅱ[M]. 张桦，等译. 北京：中信出版社，2012.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

滑稽的听证会

20世纪90年代以来，美国对冲基金在世界范围内到处掀起投机风潮，导致许多国家陷入金融危机，对许多国家的人民造成伤害，但美国当局却不闻不问。到了2007年美国发生次级抵押贷款危机，许多金融机构损失惨重，美国国会议员们才关心起对冲基金。若干国会议员暗示，总额达17000亿美元的对冲基金业没有受到应有的监管，它们对美国两家投资银行的崩溃和美国股票价格的下跌负有部分责任。[shu籍 分.享 V信jnztxy]

2008年11月14日，美国众议院监管和政府改革委员会（Committee on Oversight and Government Reform）召开听证会，就对冲基金在金融市场中所扮演的角色以及其监管和税务状况进行审查。听证会传讯了2007年收入超过了10亿美元的5位对冲基金管理者，以查明对冲基金业是否给美国金融系统带来了风险，他们是约翰·保尔森（John Paulson）、乔治·索罗斯（George Soros）、菲利浦·法尔科内（Philip Falcone）、詹姆斯·西蒙斯（James Simons）和肯尼斯·格里芬（Kenneth Griffin）。

在这5位对冲基金的管理者中，保尔森通过做空次级抵押贷款2007年获得23亿美元的分红，加上投资别的基金得到的10亿美元的收益，以个人收入33亿美元位居个人收入榜首。索罗斯管理的对冲基金2007年的收益率是32%，他从中获得20亿美元的收入，位于个人收入榜的次席。法尔科内2007年通过做空次级抵押贷款使他管理的两只对冲基金增值110亿美元，他管理的第三只对冲基金也盈利3.71亿美元，他的收入居个人收入榜第三位。西蒙斯管理的对冲基金2007年的收益率是40%，他的收入位于个人收入榜第四位。格里芬才40岁，他的对冲基金管理200亿美元的资金。他采用频繁交易的方法，他的基金每日交易量占纽约、东京和伦敦证券交易所每日交易量的3%，占美国期权市场每日交易量的15%，占美国国债市场每日交易量的10%。他在2007年以15亿美元的个人收入居个人收入榜的第五位。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



文艺复兴科技公司创始人和管理者西蒙斯



基金先驱资本的创始人和管理者法尔科内

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



城堡投资集团创始人和管理者格里芬

令人感到滑稽的是，作为证人参加听证会的所谓专家和学者极力证明对冲基金做出了贡献而没有造成不利影响。

归纳起来，他们提出的对冲基金做出贡献的证词是：第一，对冲基金可以帮助公司改善它们的财务状况，可以帮助公司稳定它们员工队伍。第二，对冲基金为股票市场提供了更加充裕的资金，有利于股票市场的发展。第三，对冲基金给投资者提供了更高的收益。

他们提出的对冲基金没有造成不利影响的证词是：第一，对冲基金不会导致金融危机，对冲基金在这次金融危机中也受到不利影响，金融市场的动荡是信心的缺乏和信息的不足造成的。第二，对冲基金管理者的收入与银行等其他金融机构管理者的收入一样平常。第三，限制对冲基金并不能阻止这次金融危机的发生，也不会阻止未来金融危机的发生。第四，限制对冲基金只会削弱投资者的利益，而不会改善美国经济复苏的能力。

保尔森表示：对冲基金管理者只有在客户获得更高收益的时候才能获得更高的收入，在对冲基金的行业里管理者的利益与客户的利益是一致的。

索罗斯表示：对冲基金也是金融市场泡沫的主要组成部分，现在这个泡沫破裂了，对冲基金的投资组合收缩了50%～75%。美国财政

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

部、联邦储备委员会、证券交易委员会不可能阻止金融市场泡沫的形成，但应该把它控制在可容忍的限度内。

索罗斯告诫国会不要制定限制对冲基金的“恶法”，他指出对冲基金的管理者处在市场损失和客户背叛的双重煎熬之中。他还指出，要控制资产泡沫，仅仅控制货币供给量是不够的，同时还要控制信贷。

监管和政府改革委员会主席、加州民主党议员韦克斯曼（Henry Waxman）表示：对冲基金取得了令人难以想象的发展，但是却没有受到监管，许多人都享受特别的税收优惠。他还说：在座的五位对冲基金管理者去年的个人收入都在10亿美元以上，但是他们的部分收入被作为投资收益对待，实际缴纳的个人所得税的税率还不如教师、消防员和水管工。

国会议员戴维斯（Danny Davis）指出，美国有多达8000家对冲基金公司，管理的资金达15000亿美元，股票交易额占美国股票交易总量的30%以上。更高的标准、登记、信息公开及监管限制，将有助于这个行业的成熟与生存。

韦克斯曼要求五人向该委员会提交一份详单，内容包括他们所掌管的基金、他们所管理的资产总额、私募备忘录、投资者报告，以及每家基金在信用违约掉期合约交易中的头寸等。此外，他还要求五人提供相关文件，详述与对冲基金相关的风险水平，以及最近几年以来五人每年的收入细节。[1]

是的，对冲基金没有违反美国法律，没有违反市场规则。它们既不是魔鬼，也不是天使，它们是唯利是图的资本的化身。对冲基金不是金融危机发生的基本原因，但是它会使本来不一定发生的金融危机成为现实，或者加剧了金融危机对经济的破坏程度。对冲基金是一把双刃剑，它会伤害别人，也会伤害自己。对于美国政府来说，加强对对冲基金的监管已经刻不容缓。对于其他国家的政府来说，如何防范对冲基金的伤害也已经摆上议事日程。

反思与启示

一个国家的利益与世界利益不是对抗的，即使存在博弈的关系也不是零和博弈。美国监管当局听任对冲基金野蛮生长，当对冲基金在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

世界范围内掠夺财富的时候还有点沾沾自喜，没想到对冲基金是一把双刃剑，加重了美国的次级抵押贷款危机，最后才不得不加强了对对冲基金的监管。另外，金融是为经济服务的，虚拟经济不应过度发展。例如，在信用违约掉期产品推出的时候，监管当局就应该加强对它的监管，制止在没有持有次级抵押贷款债权的情况下大量地买进这种金融衍生工具，使这个金融衍生工具成为投机者豪赌的赌具。

[1] 新浪财经. http://www.sina.com.cn，2008 年11 月13 日.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第五章　终于对中国出手：做空人民币

2003年以后很长的一段时间里，对冲基金等投机者一直在赌人民币汇率升值。但是，中国是一个外汇管制的国家，他们只能让资本通过隐蔽的途径跨境流动来赌人民币汇率升值。2015年以后，随着人民币离岸市场的形成，在人民币对美元的汇率发生扭转并不断贬值的情况下，对冲基金公开地多次在人民币离岸市场上狙击人民币。一场短兵相接的白刃战就这样发生了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

机会来临

离岸市场

随着中国经济发展和人民币地位提高，人民币已经流到中国内地的海关关境以外。这样，在境外就会出现人民币的兑换、存款和贷款业务，这种在境外兑换、存款和贷款的人民币称为离岸人民币，离岸人民币兑换、存款和贷款形成的市场就称为人民币离岸市场。人民币离岸市场的交易一般是非中国内地居民进行人民币的交易。2016年发生的人民币狙击战，就是在人民币离岸市场进行的。

发展人民币离岸市场是促进人民币国际化的一个步骤。一种货币如果在国际贸易、国际金融和直接投资中被广泛使用，它就是国际货币。因此，要推动人民币国际化，就要鼓励企业在国际贸易、国际金融和直接投资中使用人民币结算，而要鼓励使用人民币结算，就要解决流出境外人民币的存放、交易和回流问题。因此，有必要建立人民币离岸市场。

2003年9月，国家外汇管理局颁布了《边境贸易外汇管理方法》，允许在边境贸易中用人民币计价和结算。2003年11月，中国人民银行发布2003年第16号公告，宣布为在香港办理人民币存款、兑换、汇款和银行卡业务的银行提供清算服务。

2004年2月，香港银行开始试办个人人民币业务，包括存款、汇款、兑换及信用卡业务。每人每天不超过等值2万元人民币的兑换。

2010年7月，在中国人民银行和香港金融管理局主导下签署的《清算协议》是香港人民币离岸市场的一个突破。从此，启动了人民币的回流机制，允许境外金融机构将境外人民币存量投资于境内银行间债券市场，以及以合格的境外机构投资者的身份投资内地的证券和保险产品。

2010年8月，中国人民银行发布《关于境外人民币清算行等三类机构运用人民币投资银行间债券市场试点有关事宜的通知》，允许境外中央银行或货币当局、港澳人民币元清算行、跨境贸易人民币结算境外参加行等三类金融机构通过直接或间接的方式投资中国内地银行间债券市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在同一个月，国家外汇管理局又发出《关于在部分地区开展出口收入存放境外政策试点的通知》，在部分地区开展出口收入存放境外政策试点，企业出口收入的外汇可以不汇回国内或内地。对于跨境贸易收支比较频繁的企业，这有助于减少外汇资金跨境划转费用及汇兑成本；对于参与国际市场程度较高的企业，还可以降低境外融资成本。

在这一系列措施的推动下，在香港特区形成了人民币离岸市场。2011年4月，中国同意新加坡办理境外人民币业务，在新加坡也逐渐形成了人民币离岸市场。但是，香港人民币离岸市场的规模远大于新加坡人民币离岸市场。

这样，境内和境外出现了两个人民币兑换、存款和贷款的市场，在境内人民币市场称为人民币在岸市场（CNY），在境外的市场称为人民币离岸市场（CNH）。由于境内和境外人民币供求情况不同以及管理制度不同，人民币在岸市场和离岸市场的人民币汇率和利率有所不同。但是，尽管中国内地实行外汇管制制度，在岸市场和离岸市场之间仍然存在人民币的流动。人们在低汇率的市场买进外汇，在高汇率的市场卖出，以及在低利率市场借入人民币，在高利率市场贷出，这样的套利行为会导致两个市场的人民币汇率和利率趋向相近。

中国内地已经实现了人民币在经常项目下可兑换，但对资本与金融项目的人民币兑换仍然实行管制，非居民不能随意在人民币在岸市场上进行人民币和美元之间的兑换。因此，对冲基金没有办法在人民币在岸市场上狙击人民币。但是，人民币离岸市场是一个比较自由的市场，非居民可以比较自由地进行人民币和美元之间的兑换。因此，对冲基金要狙击人民币，只能在人民币离岸市场上进行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

汇率逆转

在2005年7月21日人民币汇率形成机制改革以后，人民币对美元的汇率的变化经历了三个阶段：

第一个阶段是从2005年7月21日到2014年1月27日，人民币对美元汇率处在震荡升值状态。2005年7月21日，人民币对美元中间汇率是827.65人民币/100美元。但是，到2014年1月27日，人民币对美元中间汇率是609.50人民币/100美元。这意味着人民币对美元的中间名义汇率累计升值26.36%。

第二个阶段是从2014年1月27日到2015年6月19日，人民币对美元汇率处于双向波动的状态。在这个阶段，人民币对美元没有明显的升值趋势，也没有明显的贬值趋势，人民币对美元汇率波动幅度不大。

第三个阶段是从2015年6月19日以后，人民币对美元汇率处于震荡贬值的状态。人民币对美元中间汇率从2015年6月19日的609.50人民币/100美元贬值到2015年12月28日的647.13人民币/100美元，累计贬值6.17%。

人民币对美元汇率贬值，是由美元和人民币多种因素造成的。

从美元的角度来看，美元汇率在2014年以后处于坚挺状态。一方面，美国联邦储备系统于2014年10月30日结束第三轮量化宽松的货币政策以后，逐渐进入了提高基准利率的周期。另一方面，欧洲国家、日本、新兴市场经济国家的经济普遍处于不景气状态，投机和投资的机会减少。美国投资机会增加和美元利率上升导致国际资本流出其他国家流入美国。由于汇率是供求决定的，人们卖出当地货币买进美元以流入美国，使美元汇率变得坚挺。

2014年10月30日，美元指数是86.1300。到2016年1月30日，美元指数已经上升到99.5617点。[1]美元指数在1年零3个月的时间里上升了15.59%。所谓美元指数（US dollar index，USDX）是用来衡量美元对一组货币的汇率变化程度的指标，它以1973年3月为基期，以基期为100点计算。在美元对各种主要货币汇率升值的条件下，即使不考虑中国方面的经济因素，人民币对美元汇率也会贬值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

从人民币的角度来看，在下述因素的影响下，人民币汇率趋向疲软。

第一，中国国际收支状况的变化。进入21世纪以后很长的一段时间里，我国经常项目和资本与金融项目均为顺差。但是，近年来这种情况逐渐发生了变化。尽管我国的经常项目还是顺差，但是顺差在大幅度减少，资本与金融项目出现了逆差。我国的直接投资、证券投资和其他投资造成的资本外流增加，非储备性质的金融项目即中国对外的金融和投资活动的外汇收支为逆差。

第二，热钱持续、大量地流出中国。所谓热钱，是指国际投机性资金。2002年以来，热钱通过虚假的国际贸易、直接投资、贸易信贷、地下钱庄等途径进入我国，投机我国的股票、房地产等各种人民币资产。近几年来，我国经济增长速度逐年下降，股票市场低迷，房地产市场泡沫严重。在这种情况下，境外投资者需要进行不同币种资产的调整，“热钱”开始大量和持续地撤离我国。热钱撤离需要卖出人民币买进美元，因而推动人民币对美元汇率贬值。

第三，人民币汇率贬值的预期。在人民币对美元汇率趋向贬值的情况下，人们普遍产生了人民币汇率贬值的预期，因而尽量地卖出人民币买进美元，或者保留美元不买进人民币，这本身就会推动人民币对美元汇率的贬值。这种情况从结售汇和购买境外资产两方面可以得到证实。

结售汇是从外汇银行的角度说的。企业得到外汇以后需要卖出外汇买进本币，这就是结汇。企业支出外汇需要卖出本币买进外汇，这就是售汇。现在人民币对美元汇率趋向贬值，企业为了使手上的美元能够多兑换人民币而不愿意结汇，为了及早买进美元而尽量购汇，结果是人民币需求减少、供给增加，导致人民币对美元汇率贬值。

另外，中国国内房产市场泡沫已经很严重了，具有强烈房产投资情结的国内投资者把投资重点转向海外，他们到美国、澳大利亚、加拿大等国家投资房产，因而需要卖出人民币买进美元。还有部分投资者希望把他们的人民币金融资产转变为境外保险等外汇金融资产，他们同样需要卖出人民币买进美元。所有这些行为都会导致人民币对美元汇率贬值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

准备购买海外资产的人除了走地下钱庄的途径以外，还采用了“蚂蚁搬家”的方法，请亲戚朋友在规定的额度内购买外汇汇到境外。地下钱庄也不断创造出新的方法。例如，用银行卡转移资金就是一种新的方法。随着经济的发展，为了方便旅游者用汇，中国有70多家银行提供了可以在境外自动取款机（ATM）提取外汇现金的银行卡服务，每天第一笔取现或者每月前三笔或前六笔取现免收手续费。这样就出现了以家庭为单位，或者与境内外亲戚朋友联手建立地下钱庄，他们在许多银行开设许多银行卡，要求希望汇款到境外的人把人民币汇入他们指定的境内账户，然后在香港或澳门的自动取款机提取外汇，再汇到希望汇款到境外的人的境外账户。

正是在这些因素的影响下，人民币对美元汇率趋向贬值，人民币汇率发生了逆转！

在人民币汇率发生逆转的时候，笔者认为有必要对下述两件事情发表一下评论。

第一件事情是特朗普指责人民币汇率低估。在2015年6月以后，尽管中国货币当局试图维持人民币汇率的稳定，但人民币汇率依然呈现比较明显的贬值趋势，这说明人民币汇率已经高估了。但是，特朗普2016年下半年在竞选美国总统的过程中口口声声说中国政府操纵人民币汇率，人民币汇率低估了。他还宣称将在就任美国总统的第一天宣布中国是汇率操纵国。人们感到惊讶：特朗普是商人，是不是由于他的公司没有国际业务，他不懂汇率呢？

2017年1月4日，黑石集团（Blackstone Group）副董事长韦恩（Byron Wien）按照惯例公布他对一年全球经济和金融市场的预测。他指出：特朗普将意识到，他对中国的认识一直都是错误的。中国的货币是被高估，而不是低估，人民币兑美元可能跌至8。

2017年1月16日，美国联邦储备委员会前主席伯南克（Ben Shalom Bernanke）在新加坡参加瑞银财富洞察会议（UBS Wealth Insights conference）的时候表示：特朗普曾认为中国人为地将货币保持低位，以在出口方面获得优势。但是，中国现在正努力维持人民币不下跌，所以这种说法与实际情况有点不一致。

显然，如果特朗普是对的，对冲基金就是一群蠢货，它们居然要做空一种低估的货币？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2017年4月，特朗普接受《华尔街日报》记者采访的时候，说近几个月中国政府没有操纵人民币汇率，中国不是汇率操纵国。难道仅仅是中国政府近几个月没有操纵人民币汇率？这几个月来中国货币当局并不是一直在推动人民币汇率升值，而是一直避免人民币汇率贬值！

第二件事情是中国经济学家们的判断错误。在日本和美国政府逼人民币汇率升值的时候，中国经济学界的主流认为人民币汇率严重低估。许多经济学家在各种讲座、文章和会议中都主张人民币汇率应该在短期内大幅度升值。笔者在2004年12月参加国务院关于人民币汇率的咨询会议的时候，大多数与会经济学家也是这样主张的。令人感到可悲的是，部分中国经济学者主张人民币汇率一次性贬值的幅度与美国人认为人民币汇率应该一次性贬值的幅度是一样的。

现在来事后分析一下，如果当时中国政府真的按照他们的建议让人民币汇率短时间大幅度升值，由于当时人民币汇率升值的压力相当大一部分是虚假的，人民币汇率真不知道会高估到什么程度。在现在包括热钱在内的资本大规模外流的情况下，严重高估的人民币汇率真不知道要发生多大幅度的贬值。实际情况表明：许多计量模型计算出来的结果是严重脱离实际的，美国官员和学者说的话未必都是对的。

[1] 美元指数. 新浪网.http://finance.sina.com.cn.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

似成趋势

到了2015年年底和2016年年初，人民币对美元汇率贬值的趋势依然十分明显。

第一，2005年，由于中国对外直接投资、证券投资和其他投资的大量增加，中国在这些项目上的外汇收支状态在恶化。中国引进外国直接投资的外汇收入减去中国对外直接投资的外汇支出的差额在2014年还是1450亿美元，但是到了2015年减少到681亿美元。境外对中国证券投资给中国带来的外汇收入减去中国到境外证券投资花费的外汇支出的差额在2014年是+824亿美元，但是到了2015年变成-655亿美元。境外对中国的其他投资如存款、保险等给中国带来的外汇收入减去中国到境外其他投资花费的外汇支出在2014年是-2788亿美元，但是到了2015年已经降到-4340亿美元。外汇收入由于要结汇会形成人民币需求，外汇支出由于要购汇会形成人民币供给，这样在人民币兑换美元的过程中人民币供过于求，会导致人民币对美元汇率贬值。

第二，美国联邦储备系统为了应对经济衰退，长期以来已经把美元利率压到了很低的水平。随着美国经济的复苏，逐渐会产生通货膨胀压力。因此，美国联邦储备系统在2015年12月17日宣布提高美元基准利率。可以预料，在以后的一段时间里，美国联邦储备系统在规定的时间里会根据经济情况决定是否继续提高基准利率，美元利率上升是一种趋势。由于美元利率上升会导致资本流出别的国家流进美国，对美元需求将增加，美元变得更加坚挺。但对于中国来说，由于经济增长速度趋向下降，货币当局不大可能提高人民币利率，这样人民币对美元汇率将面临不断增加的贬值压力。

第三，中国人热衷于到海外投资房产资产或者金融资产。据美国全国房地产经纪人协会的统计数据，在美国购买房产的外国人中，中国人在2013、2014、2015年连续三年成为最大的买家。2014年和2015年，中国人在美国购买房产的金额分别为286亿美元和273亿美元，这种趋势在以后一段时间不会改变。而所有这一切行为都会导致人民币供给增加和美元需求增加，使人民币对美元汇率趋向于贬值。

在这种形势下，对冲基金认为人民币汇率已经高估，存在做空人民币汇率的机会。然而，虽然人民币对美元汇率存在贬值压力，但实际上贬值幅度不大，在2015年下半年约贬值6%。另外，尽管美元利率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

趋向上升，但美元利率仍然低于人民币利率，美国的各种金融资产的收益率也低于中国。即使卖出人民币买进美元，利率之差的损失未必大于汇率之差的收益。因此，一般性地投机人民币汇率贬值利益不大。

这样，是否存在狙击人民币的可能性呢？如果要狙击人民币，对冲基金感到最头痛的问题就是中国货币当局巨额的外汇储备，中国货币当局可以很轻易地用外汇储备砸破空头。但是，对冲基金又发现，自从2015年以来，中国货币当局为了维持人民币汇率的稳定，已经投放了大量的外汇，中国的外汇储备从2015年1月的38134亿美元锐减到12月的33304亿美元，共减少了4800亿美元，这已经相当于2014年世界外汇储备第五大国瑞士全部的外汇储备了。很显然，如果人民币汇率已经高估，用投入外汇储备的方法来维持人民币汇率是一种不明智的行为，最终只会导致外汇储备消耗殆尽。

促使对冲基金下决心的还有中国的宏观经济形势。中国经济经过36年的高速发展以后，已经遭遇中等收入陷阱和刘易斯拐点的挑战，国内生产总值增长速度在逐年下降。所谓中等收入陷阱，是指发展中国家进入中等收入国家行列以后，由于工资成本上升，所生产的劳动密集型产品已经竞争不过比它更落后的国家，但在资本和技术密集型产品的生产中又竞争不过发达国家，经济会出现停滞。所谓刘易斯拐点，是指当农业部门的劳动力向工业部门大规模转移逐渐枯竭以后，经济发展的拐点就会出现。另外，中国的房地产市场已经形成严重的泡沫，一旦泡沫破裂，将给中国经济带来摧毁性的影响。

就在人民币汇率趋向疲软的时候，有一次我们金融系的教授们坐在一起聊天，有一位教授认为中国经济最大的隐患是人民币汇率暴跌。30000亿美元的外汇储备听起来是一个天文数字，高居世界第一位。但是中国有13亿人口，只要有6000万人拿着身份证去购买规定的额度5万美元，人民币汇率就会崩溃！因此，对于对冲基金来说，问题在于能否制造出恐慌心理，让6000万人这样去做，这就是金融脆弱性的表现。在中国的互联网上，人民币对美元的汇率要“破10”的言论泛起。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

发起狙击

寻找时机

人民币汇率贬值似乎已经成为趋势，但什么时候是狙击人民币的最好时机呢？这是对冲基金犹豫不决的问题。对冲基金的管理者们常常发现，用美国人的思维方式难以判断中国金融市场的变化。长期以来，对冲基金对中国虎视眈眈，一直想做空中国，但总是把握不好时机。

查诺斯（James Chanos）是基尼克斯基金公司（Kynikos Associates）的创始人和管理者，是美国赫赫有名的“做空大师”，他曾经因为做空安然公司（Enron Corporation）而在美国金融界名声大振。

2010年4月的一个下午，查诺斯到耶鲁大学管理学院发表演讲，他表示讲座结束以后要请学生到一家意大利餐厅吃比萨饼。他在讲座中分析了中国房地产业的泡沫，并宣称他已经做空了一家中国的银行、数家金融公司和房地产公司的股票。他开玩笑说：“如果到吃饭的时候还有人问我打算什么时候做空中国，我会把啤酒倒在他的脑袋上。”

然而查诺斯运气不佳，他动用20%的基尼克斯基金公司的资金，从2010年开始在香港股票市场上做空中国公司的H股，即中国公司在香港证券交易所上市交易的股票。但是，基尼克斯基金公司从2012年起连续三年亏损，其中2013年亏损达到14%。到2015年，基尼克斯基金公司管理的资产规模从2010年的60亿美元下降到2015年的25亿美元。直到2015年8月，该公司的情况才开始有所好转。



克伦特顾问基金管理者哈特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

基尼克斯基金公司情况好转可能与2015年6月中国股票市场价格大幅度下跌有关。但是，中国股票大跌是股票市场泡沫破裂造成的，而不是房地产市场泡沫破裂造成的；当时下跌的是全部股票，而不是个别银行、金融公司和房地产商的股票。这位“做空大师”的判断并不准确。

哈特（Mark Hart）是在美国得克萨斯州设立的克伦特顾问基金（Corrente Advisors L.L.C.）的创始人和管理者。Corrente是意大利语，是当前的意思。他29岁就建立了这家基金，管理的资金约有19亿美元。

2006年，哈特预见到美国有可能爆发次级抵押贷款危机，在做空次级抵押贷款中获得了6倍的收益。2007年，哈特又赌欧洲政府债券市场价格下跌，获得了数十亿美元的收益。

从2009年开始，哈特就嗅到了中国外汇市场的投机机会。他建立了自己的智囊团，大量收集中国的经济信息，对中国经济进行分析。哈特判断，人民币对美元汇率有可能出现幅度为30%的一次性贬值，并爆发货币危机。如果中国货币当局阻止人民币汇率下跌，将耗尽中国的外汇储备。

哈特在2009年12月制定了做空人民币汇率的策略，通过买进人民币卖权的期权交易以及卖出远期人民币的2年期限的远期外汇交易合约来做空人民币。从此，哈特开始了漫长的一个个不眠之夜。得克萨斯与北京的时差大约是13个小时，北京时间的白天正好是得克萨斯时间的晚上。哈特有时一个晚上每半个小时要起床一次，观察人民币汇率的行情并指挥在香港的交易员进行操作。这种日夜颠倒的生活给他的身体健康带来很大的不利影响。

有些机构的分析师告诫哈特，中国货币当局有3万多亿美元的外汇储备，它不会让人民币汇率短时间大幅度贬值，做空人民币汇率并不明智。哈特表示，我不是要与拥有3万多亿美元外汇储备的中国人民银行为敌，我与中国人民银行的立场是一致的：看多美元，看空人民币。哈特坚信，中国的债务情况和资产泡沫均很严重，最终会导致资本市场的大调整。

但是，坏运气一直伴随着哈特。2010～2012年，人民币对美元汇率基本处于升值状态，哈特一再遭受损失。另外，哈特在欧洲债券市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

场的投资也不断失利。哈特在万般无奈之下在2012年年底关闭了他的主要基金。从此哈特过上了正常的生活，健康情况有所改善。

显然，这两家对冲基金的做空都做错了时机。但是，到了2015年，情况变得比较明朗了，人民币对美元的汇率不是短期波动式的贬值，而是一种趋向性的贬值。就连屡战屡败的哈特也兴奋起来，他认为他所盼望着的人民币汇率出现史诗般贬值的时刻即将到来。这个时候，他的一些朋友给他发来电子邮件，夸奖他对人民币汇率变化所做的判断是正确的，这更使他信心满满。他再次募集资金，动用约250亿美元重新做起做空人民币汇率的行当。

做空人民币的时机似乎成熟了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

排兵布阵

如前所述，人民币在岸市场是一个外汇管制的市场，对冲基金无法在人民币在岸市场上攻击人民币，只能在人民币离岸市场上攻击人民币。

对冲基金在狙击一种货币时很善于展开立体式攻击，即同时在即期外汇市场、远期外汇市场、外汇期货市场、外汇期权市场上发起攻击。在这些外汇市场上，除了即期外汇交易以外，其他的外汇交易都属于金融衍生工具交易，交易的特点都是保证金交易，因此可以通过加大杠杆倍数来加大打击力度。例如，假定外汇期货交易的保证金比率是8%，如果对冲基金预留4.5%的资金用于应付增补保证金的需要，那么它们用12.5万美元就可以卖出价值100万美元的人民币期货，杠杆倍数为8（＝100÷12.5）倍。[电子shu 分享V信shufoufou]

人民币离岸市场形成时间不长，规模不大，但外汇类的金融衍生工具也有不少。

第一，人民币无本金交割远期交易合约。无本金交割远期外汇交易（non-delivery forward，NDF）是一种离岸金融衍生工具，它是指交易双方签订合约，确定远期汇率、期限和金额，在合约到期时只需要对远期汇率与实际汇率的差额进行现金交割。如果这种合约交易的对象是人民币，就是人民币无本金交割远期交易。人民币无本金交割远期交易从1996年就产生，主要市场在新加坡和我国香港。

第二，美元/人民币期货合约。2006年8月，芝加哥商品交易所（CME）率先推出了人民币兑换美元、欧元和日元的期货合约。后来，香港交易所在2012年9月推出了美元/离岸人民币期货合约，标准金额是100000美元。之后，芝加哥商品交易所于2013年2月推出了美元/离岸人民币期货合约，标准金额为10000美元，使用香港即时支付结算系统（RTGS）进行结算。到2015年年底，有6个交易所提供人民币外汇期货交易，它们分别是芝加哥商品交易所、CME欧洲交易所、新加坡交易所、香港交易所、台湾期货交易所、南非约翰内斯堡证券交易所、巴西商品期货交易所和莫斯科交易所。

第三，美元/离岸人民币期权合约。2006年8月，芝加哥商品交易所（CME）率先推出了人民币兑换美元、欧元和日元的期权合约。2015

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

年6月，我国台湾期货交易所也推出人民币外汇期权合约。香港交易所在2017年3月推出了美元/离岸人民币期货合约，标准金额是100000美元，以1美元兑换人民币的数量报价。

在2016年1月直接攻击人民币以前，对冲基金已经在外汇类的金融衍生工具市场排兵布阵了。例如，肯尼（Kevin Kenny）是位于纽约的新兴主权集团（Emerging Sovereign Group）旗下的焦点基金（Nexus Fund）的管理者，他大量买入人民币的卖权，即在未来一定时间按照一定的汇率卖出人民币的期权。在2015年8月以后，由于人民币汇率的贬值，使焦点基金的收益增加了75%，并于当年扭亏为盈。初步的成功使肯尼信心大增，在人民币金融衍生工具市场上建了很大的做空人民币汇率的头寸。又如，重返做空人民币战场的哈特，也在远期外汇市场、外汇期货市场和外汇期权市场建了很大的做空人民币汇率的头寸。

对于中国货币当局来说，境外投机者做空人民币还好对付，如果境内投机者也加入这个行列事情就麻烦了。在人民币汇率贬值的预期下，国内企业出于自身利益的考虑延迟结汇和增加购汇，有些企业出于投机目的还像对冲基金一样在远期外汇市场上买进远期美元。假定人民币远期汇率是6.5元人民币兑换1美元，如果未来即期汇率贬值到7.5元人民币兑换1美元，投机者履行协议用6.5元人民币买进美元，在即期外汇市场上卖出1美元可以得到1元人民币的收益。客户的购汇就是银行的售汇。2015年8月，银行签订的远期售汇合约的规模迅速扩大到788亿美元，为正常月份的2.5倍。

对冲基金在排兵布阵，中国货币当局也在排兵布阵。

首先，中国货币当局动手抑制境内的外汇投机倾向。2015年8月31日，中国货币当局发布了《中国人民银行关于加强远期售汇宏观审慎管理的通知》，决定对银行的远期售汇业务收取20%的外汇风险准备金，时间暂定为一年，中央银行对准备金不支付利息。这样，银行办理远期售汇业务的成本增加，它们不得不把成本转嫁给企业，从而提高了企业购买远期美元的代价，有助于抑制企业投机性的远期购汇。

接着，中国货币当局预防性地收缩流向境外的人民币，以减少对冲基金可能狙击人民币可以利用的资金。2015年10月，货币当局通过窗口指导制止自由贸易区往境外拆借人民币；2015年11月，货币当局暂停离岸人民币清算行通过境内债券回购交易拆入人民币资金；2015

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

年12月，货币当局停止办理人民币合格的境内机构投资者（RQDII）的申报事项，所谓人民币合格的境内机构投资者是指可以用人民币投资境外人民币金融资产的境内机构投资者。

双方都很清楚：不论如何利用外汇类的金融衍生工具来做空人民币汇率，由于这些金融衍生工具的价格是随着人民币即期汇率的变化而变化的，最终起决定作用的是人民币即期汇率的变化。因此，双方都等待着即将到来的即期外汇市场的惨烈搏杀。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

短兵相接

2016年1月4日，白刃战般的人民币狙击战终于打响了。

据媒体披露，包括索罗斯（George Soros）的量子捐赠基金（Quantum Endowment Fund）、泰珀（David Tepper）的阿帕卢萨资产管理公司（Appaloosa Management）、阿克曼（Bill Ackman）的潘兴广场资本管理基金（Pershing Square Capital Management）、巴斯（J.Kyle Bass）的海曼资本管理基金（Hayman Capital Management）在内的一批对冲基金，不约而同或者有约而同地参与了对人民币的狙击。

对冲基金以美元作为抵押，向香港商业银行大量借入人民币，然后在香港人民币离岸市场上抛售人民币买进美元，以强行压低人民币对美元汇率。如果它们获得成功，只要从买进的美元中拿出部分美元买回人民币偿还人民币贷款，剩下的美元就是它们的收益了。

例如，假定对冲基金借入650亿元人民币，按照6.50元人民币兑换1美元的汇率卖出人民币换取100亿美元。如果它们抛售人民币导致人民币对美元汇率贬值到8.00元人民币兑换1美元，那么它们用81.25亿美元就可以兑换回650亿元人民币。在不计算利息和买卖人民币的手续费的情况下，对冲基金每100亿美元的投机在很短的时间里就可以获得18.75（＝100－81.25）亿美元的收益。

2016年1月3日，人民币对美元离岸汇率以6.5673元人民币兑换1美元收盘。2016年1月4日，在对冲基金的攻击下，人民币对美元汇率贬值到6.6272元人民币兑换1美元，贬值幅度为599个基点。在外汇市场上，通常把汇率万分之一作为一个基点。

在接着的2天里，人民币对美元汇率连续大幅度贬值。2016年1月5日，人民币对美元汇率以6.6454元人民币兑换1美元收盘，贬值幅度为182个基点。2016年1月6日，人民币对美元汇率以6.6973元人民币兑换1美元收盘，贬值幅度为519个基点。盘中曾经突破6.700元人民币兑换1美元，达到6.7316元人民币兑换1美元。

人民币对美元离岸汇率的贬值带动了在岸汇率的贬值。离岸人民币汇率一度跌破6.73元人民币，在岸人民币汇率跌破6.56元人民币，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

双双下挫数百个基点。两地汇率差价扩大到1600基点左右，创下了人民币离岸市场建立以来的最高纪录。

在这种情况下，中国货币当局从2016年1月7日开始毫不犹豫地进行反击。

中国货币当局一方面封锁境内人民币流向境外的通道，另一方面要求香港的中资金融机构减少甚至停止向金融市场融出人民币资金，以收缩人民币资金供给来推高人民币利率。接着，中国货币当局与对冲基金反其道而行之，动用外汇储备通过中资银行在香港人民币离岸市场上抛售美元买进人民币以推动人民币对美元汇率升值。

在中国货币当局的强力推动下，离岸人民币香港银行间隔夜拆借利率（Hibor）从2016年1月8日的4.01%飙升到2016年1月12日的66.82%。这一天，隔夜、1周、2周利率分别是66.82%、33.79%和28.34%，这是2013年香港人民币离岸市场有报价以来最高的利率纪录。如果对冲基金仍然按照这样的利率借入人民币来抛售人民币，那就等于不要命了。

在接着的3天里，双方似乎处于势均力敌的僵持状态。2016年1月7日，人民币对美元汇率以6.6845元人民币兑换1美元收盘，升值幅度为129个基点。2016年1月8日，人民币对美元汇率以6.6810元人民币兑换1美元收盘，升值幅度为35个基点。2016年1月9日休市。2016年1月10日人民币对美元汇率以6.6867元人民币兑换1美元收盘，贬值幅度为57个基点。

2016年1月11日，中国货币当局愤怒了，狠狠地把美元砸向外汇市场！这一天，人民币对美元汇率的K线图划下了长长的一根绿线。在汇率K线图绘制中，1美元兑换人民币的数量增加即人民币汇率贬值用红色表示，1美元兑换人民币数量减少即人民币汇率升值用绿色表示。人民币对美元汇率以6.6021元人民币兑换1美元收盘，升值幅度达到846个基点！在接着的2天里，人民币对美元汇率分别以6.5764和6.5655元人民币兑换1美元收盘，升值幅度分别为257个基点和109个基点。

2016年1月14日和15日，人民币对美元汇率反弹，分别以6.5985和6.6124元人民币兑换1美元收盘，升值幅度分别为330个基点和139个基点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在接下来的一段时间里，白刃战的双方似乎都在喘息，人民币对美元汇率呈现出比较稳定的状态。到了2016年2月3日，中国货币当局发起反攻。在接下来的11个交易日里，除了有两个交易日人民币对美元汇率稍微贬值以外，9个交易日都是最小68个基点、最大281个基点的升值。2016年2月25日，人民币对美元汇率以6.4968元人民币兑换1美元收盘。

这意味着如果对冲基金按照2016年1月5日的汇率卖出人民币买进美元以及按照2016年2月15日的汇率卖出美元买回人民币，在没有计算两次买卖人民币手续费和借入人民币的利息的情况下，仅仅是汇率的差价就使每100亿美元的投机带来了15亿元人民币的损失。

2016年1月18日，中国货币当局又做出新的决定，从2016年1月25日起，将对境外人民币业务参与行存放境内代理行的人民币存款执行正常存款准备金率，以控制境外金融机构人民币资金的来源，准备迎接可能到来的新的冲击。

这一轮的短兵相接以中国货币当局暂时胜利而告一段落。但是，中国货币当局也付出了代价：外汇储备趋向减少。中国货币当局的外汇储备在2015年12月是33304美元，到2016年2月减少到32023亿美元，减少了1281亿美元。当然，中国货币当局外汇储备有一部分是提供给机构和企业用于对外经济活动，但肯定有相当的部分用于干预外汇市场。

人们可能感到困惑：中国货币当局减少了数百亿美元的外汇储备岂不是损失更惨重？这是一个误解。中国货币当局的外汇储备是用人民币换成外汇储备下来而形成的，现在干预外汇市场相当于把外汇换回人民币。如果以前买进外汇的价格低于现在卖出外汇的价格，将出现收益；如果以前买进外汇的价格高于现在卖出外汇的价格，将产生损失。因此，即使中国货币当局卖出外汇出现损失，损失也不会大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

初见分晓

伺机而动

对冲基金并没有罢休，它们在等待和选择新的时机。

2016年世界经济论坛（World Economic Forum）于2016年1月20～23日在瑞士达沃斯（Davos）举行，美国彭博社（Bloomberg）记者采访了索罗斯。当记者问他是否预期中国经济会硬着陆时，索罗斯回答说：“不是预期中国经济会出现硬着陆，事实是已经出现硬着陆，我们只是在观察它。但是中国可以应对这个问题，它有各项资源。中国政府制定政策的空间比其他很多国家要大，因为它有3万亿美元的外汇储备。”记者接着又问他在这种环境下应该如何进行市场操作？索罗斯表示自己“做空了标普500指数，做空了原材料生产国家和亚洲国家货币兑换美元的汇率，并增持了美国政府债券”。[1]

从索罗斯的这段话可以得到这样的推论：第一，索罗斯如此直白地表示他做空亚洲国家货币对美元的汇率，说明他参与了2016年1月对人民币的狙击。第二，生活在中国的人不会认为中国经济已经硬着陆，而索罗斯指出中国经济已经硬着陆，这说明这很可能是他决定狙击人民币的重要原因之一。显然，已经存在一系列导致人民币对美元汇率贬值的因素，如果再加上中国经济已经发生硬着陆，人民币对美元汇率不出现大幅度贬值是不可能的了。

但是索罗斯错了。索罗斯以经营宏观对冲基金闻名，但他对中国的宏观经济分析并不准确。确实，自从2011年以来，中国国内生产总值增长率趋向下降，但却是缓慢地趋向下降。由于中国经济周期下行阶段和经济发展方式艰难的调整时期相重合，中国经济发展速度向下调整是正常的，但它在主要的经济体中仍然是经济表现最好的。事后分析也证明，2017年中国的宏观经济情况已经开始出现好转。因此，不论是事前分析还是事后验证，索罗斯都错了。

既然索罗斯和部分对冲基金是这样判断的，它们就不会放弃做空人民币的努力。在接着的2016年2月、9月和12月，在香港的人民币离岸市场上又出现了三次对冲基金狙击人民币的迹象，但是规模没有1月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

份的那次狙击大。中国货币当局仍然是采用推高离岸人民币利率和干预外汇市场的方法应对。

由于人民币对美元汇率在客观上存在贬值压力，人为地用外汇储备维持一个高估了的人民币汇率只会继续导致外汇储备的损耗。因此，中国货币当局采取了比较灵活的做法：如果发现人民币受到狙击就予以反击，如果人民币汇率小幅度贬值就随它贬值。

2016年的整体情况是：人民币对美元汇率缓慢趋向贬值，从2月15日的6.4968元人民币兑换1美元贬值到12月30日的6.9680元人民币兑换1美元，在此期间贬值幅度为7.25%。另外，货币当局的外汇储备在继续流失，从2016年2月的32023亿美元减少到12月30日的30105亿美元，减少了1918亿美元。

对冲基金在冷冷地观察：中国货币当局的外汇储备能撑多久？中国货币当局也很清楚，外汇储备只能用于维持人民币汇率短时间的稳定，必须从根本上解决人民币汇率贬值压力问题。中国货币当局很快找到了这样的方法！

[1]. 朱凯. 索罗斯为什么要公布做空？ [J]. 证券时报，2016.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

釜底抽薪

进入2017年以后，人民币汇率变化情况仍然令人焦虑。2017年1月4日，人民币对美元的汇率贬值到6.9526元人民币兑换1美元，“破7”似乎指日可待。这个时候，从太平洋彼岸传来了一个利好消息：美元汇率坚挺了一段时间以后趋向疲软，美元指数在2017年1月13日到达103.2706的阶段性高点，以后开始出现较大幅度的下滑。人民币对美元汇率因美元方面的压力有所减少而略有升值，中国货币当局稍微松了口气。

中国货币当局意识到，人民币汇率贬值的压力主要来自资本大量和持续外流。很显然，中国国际收支的经常项目是顺差的，但是非储备的资本与金融项目是逆差的，而且逆差越来越大。要制止人民币汇率不断受到冲击的被动局面，必须从根本上稳定人民币汇率。

资本外流主要有三种途径：第一是黑色途径，如地下钱庄；第二是灰色途径，如掺杂在经常项目中从事资本与金融项目的活动；第三是白色途径，如对外直接投资、证券投资和其他投资。在人民币汇率存在较大贬值压力的情况下，必须对这三种途径进行调整。

中国货币当局做了下面的事情：

第一，打击地下钱庄。地下钱庄在20世纪90年代已经存在，但由于它的活动隐秘，难以找到证据，一直未能有效制止。现在清理地下钱庄已经成为刻不容缓的事情了。从2016年开始，中国公安机关在全国开展打击和清理地下钱庄的行动。公安人员利用各种线索，甚至装扮成客户，去挖出地下钱庄。

中国公安部曾经在2016年8月17日发布了2016年以来打击地下钱庄的报告：到2016年8月，各地公安机关已破获重大地下钱庄及洗钱案件158起，抓获犯罪嫌疑人450名，打掉地下钱庄窝点192个，涉案交易金额近2000亿元人民币。[1]另外，据2017年2月27日《人民日报》报道，2016年，各地公安机关已破获重大地下钱庄及洗钱案件380起，抓获犯罪嫌疑人800余名，打掉地下钱庄窝点500个，涉案交易金额近9000亿元人民币。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在这种情况下，虽然地下钱庄没有被完全清理，但它的经营风险已经大幅度增加。有消息表明，仍在暗中经营的地下钱庄只敢做熟悉客户的生意，索取的手续费已经从原来比银行还低提高到10%。如果不是贪官污吏转移赃款，一般人难以承担这样高的手续费。

第二，清理掺杂在对外经济活动中的资本外流。长期以来，一些机构、企业和个人通过虚假的进口贸易等途径，把外汇转移到海外。外汇管理当局从2016年开始加强了对对外经济活动的审查，并在2017年分三批公布了利用虚假的进口贸易以及其他手段转移外汇出境的43个机构、企业和个人的名单，并对它们进行严厉处罚。

另外，以前由于中国外汇储备过多，外汇管理当局对个人对外汇款采取了比较宽松的态度，只要在每年每人5万美元的额度内，一般不会认真追究汇款的用途。在这种情况下，一些个人就把外汇用于投资境外房产资产或金融资产。从2017年开始，外汇管理部门加强了个人对外汇款的管理，禁止把汇款用于非经常项目的房产资产和金融资产，超过一定数额的汇款或提现要向外汇管理当局申报。

第三，加强了对资本与金融项目的对外经济活动的审查，即使是对外直接投资，也不能随意购买外汇并汇出境外。2017年8月4日，国务院办公厅转发了《关于进一步引导和规范境外投资方向的指导意见》，提出限制五种类型的境外投资，如房地产、酒店、影城、娱乐业、体育俱乐部等境外投资等；禁止五种类型的境外直接投资，如运用我国禁止出口的技术、工艺和产品进行境外投资等。

这些措施有效地控制了资本的外流。以房地产业为例，如果你到美国纽约去参观一些待售的房产，连白人房产经纪商见到中国人也会问：你的钱可以出来吗？纽约的一位华人房地产经纪人透露，一位中国顾客委托他买了一幢价值300万美元的房子，定金是100万美元，但是由于后续的200万美元出不来，按照美国规则该顾客损失了他的定金。一时间，“你的钱可以出来吗”在世界多个国家的房地产界都成了向中国人的问话。

[1] 中国公安部、公安机关打击地下钱庄专项行动取得显著战果. http://www.mps.gov.cn，2016-08-17.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

大势已去

在中国货币当局比较有效地控制资本外流以后，中国国家收支的状况迅速好转。据国家外汇管理局的统计资料，2017年上半年，中国国际收支经常项目的顺差为712亿美元；非储备资本与金融项目顺差156亿美元，而2016年上半年是逆差2259亿美元；其中直接投资净流入142亿美元，而2016年上半年是净流出494亿美元。[1]

另外，中国的外汇储备从2017年1月的近年最低点开始持续增加，1月到7月中国的外汇储备分别是29982亿美元、30051亿美元、30091亿美元、30295亿美元、30536亿美元、30568亿美元、30807亿美元。[2]

人民币对美元汇率从2017年5月10日起出现明显的升值趋势。人民币对美元的中间汇率在5月10日是5.9066元人民币兑换1美元，到9月14日已经达到5.5465元人民币兑换1美元。这意味着在这4个月的时间里，人民币对美元汇率升值了5.21%。

2017年9月8日，中国货币当局发出《中国人民银行关于调整外汇风险准备金政策的通知》，将境内金融机构代客远期售汇业务所需提取的外汇风险准备金率调整为零。另外，中国货币当局取消对境外人民币业务参与行存放境内代理行的人民币存款执行正常存款准备金率。这实际上发出一个信号：人民币对美元汇率决定性的转折发生了！尽管人民币汇率在以后还会波动，但是从未来一段时间来看，人民币汇率比较明显地结束了趋向贬值的状态，而是进入到上下波动的状态。

对冲基金看到大势已去，开始平掉做空人民币汇率的仓位，坚持做空人民币汇率的对冲基金遭受损失。

在即将结束人民币狙击战叙述的时候，让我们看看前面提及的几家做空人民币汇率的对冲基金的命运。

先看看哈特。在2015年以后，坏运气仍然伴随着哈特，倒霉蛋哈特又一次遭受沉重的打击。到2017年，哈特做空人民币的损失达到2.5亿美元，折合人民币约16亿元，从而不得不退出做空人民币队伍的行列。他在接受美国彭博电视台记者专访的时候表示：我之前完全低估

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

了中国央行维护人民币汇率稳定的决心，因此做出了错误的趋势判断。[3]

再看看肯尼。尽管肯尼管理的焦点基金在2015年做空人民币汇率获得不错的收益，但并不总是有好运气的。2017年2月以后，焦点基金连续7个月亏损，该基金所管理的资产价值减少了80%，成为表现最差的对冲基金。

虽然人民币狙击战告一段落，但是这仅仅是初见分晓。可以预测，人民币狙击战在未来还会不断发生。

反思与启示

一种货币汇率的涨涨落落是正常的。在人民币国际化的过程中，人民币汇率还要不断经历动荡的考验。2015年以来人民币汇率的变化给予我们三个启示：第一，在正常的情况下，不应该用外汇储备去维持一个高估了的人民币汇率，要对人民币汇率贬值表现出更大的容忍度。第二，在人民币汇率受到狙击的情况下，必须予以坚决的反击，以断绝投机者试图用操纵市场来获取暴利的念想。第三，需要长时间保持对资本与金融项目的外汇管制，要探讨在资本与金融项目下人民币不可自由兑换条件下人民币国际化之路。

[1] 国家外汇管理局. 国家外汇管理局新闻发言人就2017 年上半年国际收支状况答记者问.http://www.safe.gov.cn，2016-08-07.
[2] 国家外汇管理局. 外汇新闻. http://www.safe.gov.cn.
[3] 郑直. 这位美国大鳄做空欧美大发横财，做空人民币却巨亏16亿，已到崩溃边缘[J]. 每日经济新闻，2017-09-08.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第六章　资本的贪婪：金融战争的发动者

金融资本通过金融战争来掠夺别的国家的财富不是在于它的道德低下，而是在于它追求利润的本质。金融资本以金融机构的形式出现，尽管发达国家各种各样的金融机构都会参与金融市场的投机，但是20世纪90年代以来蓄意对别的国家的金融市场发起攻击的主要是对冲基金。 书籍免费分享微信 jnztxy 朋友圈每日更新

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

金融资本的扩张

唯利是图的本性

20世纪90年代以来，在世界范围内不断掀起大规模投机风潮，金融战争的发动者是金融资本。

资本的最高宗旨就是获取利润。这种对利润的贪婪，刺激着资本的扩张，主宰着资本的全部发展过程。

工业革命以后，资本主要有两种基本形态：一种是工业资本，另一种是金融资本。工业资本主要指投在工业企业中的资本。在资本主义经济以“工业文明”取代了封建经济的“农业文明”以后，工业资本曾经在相当长的一段时期里是主宰资本主义经济的资本。但是，在20世纪50年代以后，金融资本逐渐发展起来，并成为主宰资本主义经济的资本。金融资本是投在金融业的资本。在20世纪90年代以后，随着经济的虚拟化，正是金融资本造成了世界经济的不安宁。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

滴着血来到人间

从世界范围来看，资本是从15世纪末期通过原始积累的阶段发展起来的。当时，英国的资产阶级在国内通过“圈地运动”剥夺农民的土地，在国外通过征服殖民地、掠夺殖民地的财富、贩卖奴隶和鸦片等方式积累起资本。在近300年的时间里，殖民地遭受着宗主国残酷的掠夺和剥削。它们被迫建立种植园和开采矿山，向宗主国提供原材料，然后从宗主国进口工业品。它们失去了发展工业的机会，长期以来一直处于落后和贫困之中。在第二次世界大战以后，这些殖民地纷纷独立，演变成现在的发展中国家。但是，它们已经失去了近300年的发展时间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

坐上第一把交椅

资本经过原始积累形成以后，建立起各种大规模的工业。工业资本在相当长的时间里占据了主导地位。工业资本对利润的追逐是通过对雇佣劳动者的剥削实现的。这个时期的工业资本被描绘成吸血鬼，雇佣劳动者只要还有一块肉、一根筋、一滴血可供榨取，它都要吸干。工业资本驱动着滚滚的工业之轮，为自己的发展开辟着道路。

在这个时期，商品生产主宰着资金的融通，金融资本是以工业资本的附属出现的，它为工业资本融通资金，分享工业资本的利润。但是，随着金融市场的发展，随着金融工具和金融衍生工具不断涌现，从商品生产派生出来的资金融通反过来主宰了商品生产，这就是资本主义经济中的一种“异化”的现象。金融资本通过参股和贷款等方式支配着工业资本，成为资本主义经济的主宰者。

金融资本一方面通过向工业资本提供资金，或协助工业资本筹集资金，继续分享工业资本的利润，另一方面通过翻手为云覆手为雨的金融资产投机，获取高额的收益。发起金融战争，就是金融资本所采用的最激烈、最高级的投机形式。

可怜的发展中国家一直没有摆脱资本的魔掌。在资本原始积累的时期，它们是殖民地，遭受着宗主国的侵略和掠夺。在工业资本发展时期，它们是工业资本的倾销市场，承受着表面平等而实际上不平等的贸易。在金融资本发展时期，它们又成为金融资本投机的对象，不断遭到金融战争的打击。

从20世纪90年代以后的情况来看，虽然各种金融机构在不同程度上参与了国际金融市场的投机，但是蓄意对别的国家的金融市场发起群起攻击的主要是美国的对冲基金。因此，有必要认识一下对冲基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

对冲基金的特点

对冲基金的产生

对冲基金（hedge funds）产生于20世纪40年代末期，创立者是琼斯（Alfred Winslow Jones）。所谓对冲也称套期保值，文字意思是两面下注。基金是一种代理顾客投资证券的机构。如果它公开向投资者募集资金，称为公募基金。如果它私下向某种人群募集资金，称为私募基金。对冲基金属于私募基金。

琼斯1900年出生于澳大利亚，1904年随父母到了美国。据说他出生的时间很有意思，是1900年9月9日9时，贯穿着的数字都是9。琼斯1923年从哈佛大学毕业以后，在漫无目的地从事过若干职业以后，参加了美国外交部的考试，进入美国国务院工作。

1930年，琼斯被派往德国柏林担任美国领事馆副领事，1931年认识了一位名叫安娜的女士并与她结了婚。据称安娜是一位共产主义者，琼斯受到了安娜的影响。后来琼斯与安娜的婚姻被曝光，琼斯于1932年辞去美国国务院的工作，也与安娜离了婚。

1934年，琼斯进入哥伦比亚大学攻读硕士学位。他曾担任过《财富》杂志的编辑，也曾担任过商业杂志的撰稿人。1949年3月，琼斯在《财富》杂志上发表了题为“预测的时尚”的文章，指出投资者的心理是造成股票价格变化趋势的原因。他认为，成功的市场预测是无法持续的，预测趋势的过程就在破坏这种趋势。例如，专家预测股票价格上升一段时间并到达一定价位后转向下降，如果这个预测被接受，股票价格就会直接被推高到这个价位，所预测的趋势就会被破坏。

就在这篇文章发表的同时，琼斯从4个朋友那里筹集到6万美元，加上自己积累的4万美元，建立了一家合伙制的投资机构，从事证券投资。琼斯的投资获得了很高的收益率。从1949年到1968年，琼斯的回报率达到48倍。这意味着如果在1949年投入1万美元，现在变成了48万美元。在很长的一段时间里，琼斯的收益率超过了共同基金的收益率，在一些年份甚至远超共同基金的收益率。共同基金是一种公募基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

琼斯在投资的过程中逐渐形成了套期保值即对冲的方法：买进定价过低的股票，卖空定价过高的股票。如果前一种股票的价格上升而后一种股票的价格下降，那么两种股票都可以获得收益；如果整个股票市场的价格趋于上升，买进股票将会得到收益而卖出股票将遭受损失。但是，一般来说在整个股票市场的价格趋向上升的情况下，定价过低的股票价格上升幅度较大，而定价过低的股票价格上升幅度较小，总体来看收益大于损失。相反，如果整个股票市场的价格趋于下降，结果也会如此。琼斯的对冲投资方法使他的基金被称为对冲基金。

1966年，一位叫路米斯（Carol Loomis）的撰稿人在4月号的《财富》杂志上发表题为“无人比拟的琼斯”（The Jones Nobody Keeps UP With）的文章，介绍了琼斯的方法和业绩。从那时起，对冲基金雨后春笋般地建立起来。据统计，到1968年，有40家仿效琼斯的对冲基金。到1969年，已经有近500家仿效琼斯的对冲基金。

在人们仿效琼斯建立对冲基金的同时，琼斯的合伙人和下属也按捺不住背叛琼斯而自己成立对冲基金的冲动。第一个背叛者是卡莱尔·琼斯（Carlisle Jones）。虽然他也叫琼斯，但不是阿尔弗雷德·琼斯的亲戚。他离开琼斯以后居然还这样评价他的老板：我觉得他不知道股票和债券的区别……很多时候我觉得我没有得到应有的回报。[1]接着还出现了其他倒戈者。但是有意思的是，这些背叛者后来都挣了大钱。正如《纽约》杂志在1968年一篇文章中所写的：对冲基金体现了时代的精神，琼斯是对冲基金的鼻祖。

但是，股票投资不可能只赚不亏。1969年5月，美国股票市场价格开始大跌，在接下来的一年内股票市场价值蒸发了25%，琼斯的对冲基金的损失达到35%。如果把“跑赢”仅仅理解为超过而与“赢”无关的话，那么在牛市的时候琼斯“跑赢”了大盘，在熊市的时候琼斯也“跑赢”了大盘。

琼斯被公认为是对冲基金的创始人，琼斯的股票投资方法是一种比较稳健的套期保值的方法，而这种股票投资方法在现代的对冲基金中已经不多见了。这意味着琼斯给后来的对冲基金产生影响更多的不是投资方法，而是组织形式。结果经过数十年的演变，部分对冲基金已经蜕变为富有侵略性、敢于冒风险的投机者，在20世纪90年代以来发生的金融战争中扮演着发动者的角色。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

[1] 塞巴斯蒂安·马拉比. 富可敌国[M]. 徐煦，译. 北京：中国人民大学出版社，2011.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

玩钱的富人俱乐部

对冲基金是指这样一种投资机构：它管理着私人资金，受到较少的法规约束并运用金融杠杆进行证券和衍生金融工具的投资。从20世纪40年代到90年代，对冲基金已发生了很大的变化，许多对冲基金以高风险为代价来获取高收益。由于对冲基金主要集中在美国，下面以美国的对冲基金为例来分析套期保值基金的性质。

首先，对冲基金是通常采用合伙制的金融机构，投资者以合伙人的形式注册。对冲基金的合伙人分为一般合伙人和有限合伙人。一般合伙人（general partner）是设立基金的个人或机构，其负责基金的日常交易活动。有限合伙人（limited partner）向基金提供资金，并根据所提供的资金分享收益，但他们不参与基金的日常交易活动。一般合伙人在从事基金的经营活动时，可以不受有限合伙人约束，自由地选择投资策略和投资对象。

为了激励一般合伙人努力经营以获取更高的收益，对冲基金通常给予一般合伙人净利润20%的激励费（incentive fee）。另外，对冲基金通常还每年给予一般合伙人净资产价值1%的管理费（administrative fee）。[1]

其次，对冲基金是一种私募基金，它不是公开募集基金份额而是向特定的人群募集份额。在1996年以前，按照美国金融管理规定，个人年收入在20万美元以上，或者家庭年收入在30万美元以上，或机构净资产在100万美元以上，可以作为合伙人参加对冲基金，但对冲基金的自然人或法人的总数不得超过100个。1996年，美国颁布了新的金融管理规定，提高了个人合伙的条件。个人必须拥有500万美元以上证券才能作为合伙人参加对冲基金。同时，也提高了合伙人的数量：自然人和法人合伙人可以从100个增加到500个。

对冲基金的资本来源主要是个人，机构投到对冲基金的资本约占总资本的20%。由于个人要具有雄厚的财力才能成为对冲基金的合伙人，媒体把对冲基金称为“富人的俱乐部”。因此，与其他的机构投资者相比，对冲基金在承受风险方面具有优势。

再次，对冲基金是受法律约束较少和货币当局监管较少的金融机构。由于对冲基金采用合伙制的形式，避免在1933年证券法和1940年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

投资公司法管辖的范围内注册登记，也避免在1934年证券交易法管辖范围内作为证券商注册登记，因而不受美国1940年投资公司法关于信息披露的约束，也不受美国1940年投资公司法关于长期债务与资本比例限制的约束。这样，对冲基金可以不那么严格地受到它的投资人的监督，也可以不受约束地借入大量的资金来进行投资。即使对冲基金的资本不多，它们也可以通过贷款的方式来形成资金的优势。

最后，对冲基金是优秀的金融专家经营的金融机构。如前所述，对冲基金的管理费较高，通常是资产总额的1%加上总利润的20%。另外，对冲基金的管理者可以自由地处置资产而不受某些规则的约束。这样，对冲基金吸引了大批金融专家参与经营管理。重要的对冲基金的主要合伙人往往是精通金融业务的金融家或金融学家。

以长期资本管理基金为例。它的主要合伙人包括金融界传奇人物梅里韦瑟（John Meriwether）、诺贝尔经济学奖获得者斯科尔斯（Myron S.Scholes）和默顿（R.Merton）、前美国联邦储备委员会副主席马林斯（David W.Mullins）、债券投资专家罗森菲尔德（Eric R.Rosenfeld）和希利布兰德（Lawrence E.Hilibrand）等。[2]这样的管理团队在美国金融界被称为“梦幻组合”。由此可见，对冲基金在投资的经验和技巧上具有优势。

与其他机构投资者相比，对冲基金具有下述特点：

第一，缺乏透明度。几乎全部的机构投资者都要遵循美国监管当局关于披露信息的要求，定期提供财务报告以接受投资者的监督。但是，对冲基金不受披露信息要求的约束，因而缺乏透明度。近年来，越来越多的投资基金份额的机构投资者要求对冲基金增加透明度，以了解它们面临的风险。

第二，分散化不足。大多数机构投资者或者是由于监管法规的要求，或者是由于投资的方法，都采取分散投资的原则以降低非系统风险。对冲基金种类很多，投资方法各异，不能一概而论。但较活跃的对冲基金往往不重视投资分散化的原则，因而存在较大的风险。曼哈顿基金（Manhattan Fund）和长期资本管理基金（Long Term Capital Management）濒临破产，就是例证。

第三，缺乏流动性。大多数的对冲基金都有从6个月到5年的封闭期，在此期间投资者不能赎回他们的份额。经过封闭期后，对冲基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的流动性条款开始生效，投资者可以每个季度或每一年结束的时候赎回他们的份额。与共同基金相比，对冲基金的份额缺乏流动性。

第四，灵活性较大。对冲基金受法律法规的约束较少，美国证券与交易委员会对它的要求不多，因而开设成本很低。这样，对冲基金易于建立和发展。另外，对冲基金管理者可以比较自由地选择金融资产的组合和投资方法，不受有限合伙人的影响。所以，对冲基金可以比较迅速地把握各种投资机会和比较灵活地对金融市场的变化做出反应。

第五，杠杆率较高。在金融市场上，金融杠杆率（financial leverage）被定义为金融机构资产负债平衡表的风险资本与风险债务之和除以金融机构的股本所得的商。在这里，风险债务是指金融机构通过卖空证券等方式形成的债务。杠杆率反映了金融机构的管理者利用投资者提供的股本可以投资具有更高价值的金融资产。对冲基金是高杠杆率的金融机构。

对冲基金主要通过下述两种方式来提高金融杠杆率：一是投资金融衍生工具。由于金融衍生工具实行保证金交易的方法，利用较少的资金可以达成较大金额的交易。二是银行贷款。银行对金融机构通常提供用于解决短期流动资金不足的信贷线，利用信贷线可以进行短期的金融资产投资。

例如，从对冲基金常用的工具回购协议，可以清楚地观察到杠杆率的建立过程。回购协议是借方向贷方借入资金提供证券，在约定的时间借方向贷方偿还资金取回证券。假定对冲基金准备买进10000万美元的政府债券，它以回购的方式借入10000万美元的资金并提供10000万美元的政府债券。设年回购率即利率是6%，那么期限是1周的回购协议的利息是115000（＝100000000×6%÷52）美元。如果政府债券的价格在这1周里上升了1%，对冲基金以115000美元利息的代价获得1000000（＝100000000×1%）美元的收益。

如果按投资风格来划分，对冲基金可以划分为下述类型：

第一，全球宏观基金（global macro fund）。全球宏观基金是在世界范围内捕捉投资机会的基金。哪里有利可图，它就会出现在哪里，所以它也被称为机会型基金。索罗斯管理的量子基金就属于这类基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第二，全球基金（global fund）。全球基金是具有某种区域投资倾向的基金，它又分为国际性基金、新兴市场基金、成熟市场基金，后两种基金专门投资发展中国家和发达国家的金融市场，前一种基金是在世界范围内选择某个地区进行投资的基金。

第三，市场中性基金（market neutral fund）。市场中性基金是指那些通常采用套利的方法控制风险和获取收益的基金，它保持较多的琼斯创立的套期保值基金的传统特点。

第四，事件驱动基金（event-driven fund）。事件驱动基金是指关注某些事件的发生对某类证券的影响并采取相应的投资方法来获取收益的基金。例如，它们关注公司合并对双方股票价格的影响以及某些发生问题的公司的股票价格走向，然后采取相应的投资策略。

第五，多头杠杆基金（long-only leveraged fund）。多头杠杆基金是指与投资股票的共同基金相类似的基金，它根据对股票价格变化的预测来进行股票的投资。它与共同基金的区别主要是组织形式不同以及更多地使用金融杠杆来进行投资。

第六，卖空者基金（short-sellers fund）。卖空者基金是指那些注意选择定价过高的证券或价格趋于下降的证券，然后通过卖空这些证券的方法来获得收益的基金。

第七，部门基金（sector fund）。部门基金是指那些专门投资某些经济部门或某些行业的证券来获取收益的基金。

第八，基金的基金（fund of fund）。基金的基金并不是利用投资者提供的股本进行投资，而是把这些股本投资于包括对冲基金、共同基金在内的各种基金来获取收益。

[1] S Biglari. Wealthy Investors Can Find Various Options with Hedge Funds [J]. San Antonio Business Journal, 1999(9):20.
[2] P Coy. How the Game Was Played and Why Long-Term Lost [J]. Business Week, 1998(10):40.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巧妙的投机策略

对冲基金通常采用下述策略进行投资：

第一，风险套利（risk arbitrage）。风险套利又称为并购套利，它是指在预期并购将会顺利进行的条件下，买进被兼并公司的股票，卖出兼并公司的股票。并购可以采取现金交易的形式，也可以采取股票交易的形式，还可以是两者的结合。

如果采取现金交易的方式，假定现在被兼并公司股票的价格是40美元，由于兼并公司将高价收购被兼并公司的股票，该股票价格将会上升，因而先行买进被兼并公司的股票。假如兼并顺利进行，对冲基金获得收益；反之，对冲基金遭受损失。

如果采取股票交易的方式，假定被兼并公司股票的价格低于兼并公司股票的价格，而兼并通常是兼并公司用1股本公司的股票交换1股被兼并公司股票，对冲基金将买进被兼并公司的股票，卖出兼并公司的股票。假如兼并顺利进行，对冲基金再卖出价格趋于上升的被兼并公司的股票，卖出价格趋于下降的兼并公司的股票，从中获取两种股票的差价。

第二，可转换套利（convertible arbitrage）。可转换套利是指买进可转换为普通股票的债券，卖出相应的普通股票，以获取债券和股票价格变化的收益。例如，假定可转换债券的价格是1050美元，它在1年后可转换为100股普通股票，不可转换的同类债券的价格是920美元，相应的普通股票的价格是10美元，对冲基金可以买进1份可转换债券，卖出60股普通股票。在1年以后，假如股票的价格下降到7.5美元，对冲基金不会把债券转换为普通股票，它的损失是不可转换和可转换债券价格之差130（＝1050-920）美元，但它卖出以前买进的普通股票可以得到150［＝（10-7.5）×100］美元的收益。假如普通股票的价格上升到12.5美元，对冲基金会把债券转换为普通股票，得到200（＝1250-1050）美元的收益，但它买进以前卖出的普通股票遭受150（＝2.5×60）美元的损失。不论出现哪一种情况，对冲基金都可以得到收益。

第三，股票指数套利（index arbitrage）。股票指数套利是指当股票指数期货的价格高于它所包含的股票的价格时，对冲基金买进股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

票指数所包含的股票，卖出股票指数期货，在期货到期的时候用股票进行交割，从而获取两者的差价。当股票指数期货的价格低于它所包含的股票的价格时，对冲基金卖出股票指数所包含的股票，买进股票指数期货，同样可以获得两者的差价。

第四，固定收益套利（fixed income arbitrage）。固定收益套利是指对具有固定收益的债务工具进行套利。收益曲线套利（yield curve arbitrage）就是其中的一种类型，它是指利用同一种债券不同期限的收益率的差异，买进价格偏低的那种期限的债券，同时以卖空的方式卖出价格偏高的那种期限的债券，等待前一种债券价格上升或后一种债券价格下降后，再卖出前一种债券和买进后一种债券。

第五，抵押贷款套利（mortgage arbitrage）。抵押贷款套利是指根据对抵押贷款证券和政府证券的价格差异的变化进行套利。如果对冲基金预料到这两种证券的差价将会缩小，它们将买进价格低的金融资产，卖出价格高的金融资产。等到这两种金融资产的差价缩小时，再卖出以前买进的金融资产和买进以前卖出的金融资产以获取收益。

第六，股票的多头和空头（equity long/short）。股票多头和空头是一种股票投机方法，它是指在预期股票价格上升时买进股票，在股票价格下降时卖出股票。如果股票价格发生了预期的变化，对冲基金可以通过卖出以前买进的股票和买进以前卖出的股票获得收益。反之，对冲基金将遭受损失。

第七，垃圾证券的投资（distressed security）。垃圾证券的投资是指选择那些濒临破产但具有复活前景的公司的债务工具或权益工具进行投资。这些债务工具或权益工具已经没有人选择，流动性极低，因而价格极低，但只要公司复活，它们有很大的升值空间。

在对对冲基金的性质、特点、类型、方法、表现进行详细的分析以后，可以进一步探讨对冲基金具有什么投资优势以及它如何取得这些优势。

第一，对冲基金具有法律方面的优势。如前所述，对冲基金是受法律约束较少和货币当局监管较少的金融机构。对冲基金主要通过下述两个途径取得法律方面的优势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

首先，套期保值基金采用合伙制的组织形式，它的管理者通常以美国商品合伙经营者（commodity pool operators，CPOs）身份注册，而它的投资顾问通常以商品交易顾问（commodity trading advisors，CTAs）身份注册，它们只受美国商品交易法（Commodity Exchange Act）约束，从而避免作为投资公司和作为证券商注册登记，从而不受美国1933年证券法、1934年证券交易法和1940年投资公司法的约束，特别是不受美国1940年投资公司法关于信息披露和关于长期债务与资本比例限制的约束。

其次，许多对冲基金选择在没有什么法律和税收约束的离岸金融中心注册，但它们的资金却存放在纽约、伦敦，以及欧洲和亚洲的主要金融中心，管理者可以很方便地进行资金的调配。这样，由于它们没有受到多少法规的约束，它们可以比较方便地筹集资金，比较自如地在世界范围内投资，而且不必向投资者或公众披露资产负债和投资的信息。

第二，对冲基金具有技能方面的优势。如前所述，对冲基金是优秀的金融专家比较集中的金融机构。对冲基金主要是通过增加管理者的收益和赋予管理者更大的权利的方式来建立技能方面的优势。对冲基金管理费较高，通常是资产总额的1%加上总利润的20%。另外，管理者可以自由地处置资产而不受合伙人和基金投资风格的约束。这是对冲基金有别于共同基金的地方。共同基金的管理者不仅获得的管理费较低，还受基金类型的约束。如果是债券型的基金，就不能随意投资股票。

这样，对冲基金吸引了最优秀的金融专家参与经营管理，涌现出一批名噪一时的对冲基金的管理者，如量子基金的索罗斯、老虎基金的罗伯逊、长期资本管理基金的梅里韦瑟等。这些优秀的管理者又创造出许多新投资方法，如风险套利、可转换套利、股票指数套利、固定收益套利、抵押贷款套利、垃圾证券的投资等。较大的自主权和较高的投资技能相结合使对冲基金可以比较迅速地把握各种投资机会，能够比较灵活地对金融市场的变化做出反应。

第三，对冲基金具有资金方面的优势。从资本金的角度衡量，对冲基金远不如商业银行、投资银行，甚至不如保险公司、养老基金。但是，套期保值基金在运用资金方面具有自己鲜明的特点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

首先，对冲基金善于运用金融杠杆来扩大资本金的作用。在20世纪90年代，对冲基金被认为是运用金融杠杆最成功的金融机构。例如，长期资本管理基金的资本金是48亿美元，但是它持有的股票和债券的价值是1600亿美元，持有的衍生金融工具名义价值是10000亿美元。[1]金融杠杆的运用使它们在局部的市场上建立资金的优势。

其次，对冲基金的资本金来源于富人的资金。如前所述，个人要具有雄厚的财力才能成为套期保值基金的合伙人，因而该基金称为“富人的俱乐部”。对冲基金的资本来源主要是个人，到2001年机构投到对冲基金的资本约占总资本的19%。对于富人来说，他们更能够经受投资收益的波动。因此，与其他的机构投资者相比，对冲基金更能够并且更愿意承受风险以获取更高的收益。

应该指出，对冲基金不是妖魔鬼怪，它们是在金融自由化和全球化的条件下，在特定的法律和金融环境中产生的金融机构。它们主要在金融市场上充分利用自身的优势、交易的规则和投机的机会来获取收益。对冲基金不需要披露信息，它的投机情况难以掌握。但是，大量事实仍然能够证明，对冲基金发起或参与20世纪90年代以后的一系列投机性攻击。

在20世纪90年代金融动荡的条件下，“七国集团”的财政部长和中央银行行长决定建立金融稳定论坛（Financial Stability Forum，FSF）。该论坛一建立，就将对冲基金等高杠杆率机构作为研究对象。2000年4月5日，金融稳定论坛正式提出了“工作小组关于高杠杆率机构的报告”，对对冲基金进行了较为详细的剖析。这份权威的报告揭露了如下事实。

1998年，澳大利亚的外汇市场发生动荡。“根据市场参与者提供的资料，一些高杠杆率机构，特别是规模较大的宏观基金，在积累了大量的空头头寸以后，于5月底6月初采取了行动，试图压低澳元的汇率。这些行动包括散布对澳元的攻击即将发生的谣言以吓唬买者，以及进行攻击性的交易（aggressive trading）……规模较大的宏观套期保值基金和一些其他的高杠杆率机构估计卖出了100亿澳元或者更多，超过澳大利亚国内生产总值的2%。”

在1997年香港的金融风潮中，“市场参与者认为，在投机高峰的时候，高杠杆率机构所做的港元空头头寸超过100亿美元（约为香港GDP的6%）。而另外一些市场参与者认为，他们所做的空头头寸远超过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这个数量。”在1998年香港的金融风潮中，“4家规模较大的对冲基金卖出的期货和期权数量大约占高杠杆率机构的空头头寸的40%……在8月底，4家套期保值基金卖出的合约达到50500个，约占敞开的总头寸的49%，其中1家对冲基金就占了约1/3。”

在1998年新西兰元贬值的过程中，“高杠杆率机构在市场上建立了高额的空头头寸，总头寸估计达120亿～150亿新元（或新西兰国内生产总值的12%～15%），其中大约有100亿新元的空头头寸是对冲基金建立的。在1998年，一家大规模的宏观基金所持有的空头头寸就有50亿新元。”[2]无须多加评论，这些事实可以明确地解答在20世纪90年代的金融风潮中对冲基金发挥了什么作用。

在这种情况下，多个国家的中央银行呼吁加强对对冲基金的管理。

德国联邦银行在它所提出的研究报告中指出，与对冲保值基金相联系的系统风险的大小取决于对冲基金与银行体系的结合程度。它认为，实行国际借贷登记制度对借贷者来说是一种有效的控制制度，应该要求对冲基金在金融管理当局的直接监督下遵守定期报告的规则，以及执行投资和资本的有关规定。然而，德国联邦银行也承认，在全球化的市场和复杂的投资策略条件下，一个国家单独实行监管措施在实践上存在困难。[3]

澳大利亚储备银行认为，虽然有必要对某些类型的对冲基金实行监管，但对冲基金有可能转移到不受监管的离岸金融中心，同时也会出现监管规定所没有涉及的类似于对冲基金的新机构，因而对对冲基金的监管在实践上存在困难。在这种情况下，最有效的方法是改进风险的标准，增强对冲基金的贷者的风险控制能力，修改《巴塞尔协议》有关条款以利于银行控制对对冲基金的贷款风险。

澳大利亚储备银行强调，尽管需要进行国际合作，但对对冲基金的监管仍属于一个国家金融管理当局的单方责任，特别是美国金融管理当局的单方责任，对对冲基金加强监管对全球金融体系将产生有利影响。[4]欧洲联盟经济和金融委员会也表示对对冲基金等高杠杆率机构的监管表示关注，它认为高杠杆率机构应该遵守适用于其他金融机构的透明规则和信息披露规则，高杠杆率机构所使用的杠杆应该受到监控，银行对向高杠杆率机构发放贷款应该实行严格的监管。它还建

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

议对对冲基金的全部负债进行借贷登记，对离岸金融中心的金融机构应有更高的资本要求和透明度要求。[5]

巴塞尔银行监管委员会也提出，由于高杠杆机构活动的不透明和交易策略不断变化，与高杠杆率机构的交易对风险管理提出了特别的挑战，它督促各国金融管理当局提出新的标准，鼓励银行对向高杠杆率机构发放贷款的风险实行谨慎的管理，要求银行提出控制未来潜在风险的方法并实行适当的信贷限制。[6]

关于对冲基金的性质和特点，从一些典型的案例中也许可以增进人们的认识和体会。下面就来看看若干对冲基金的沉浮史。

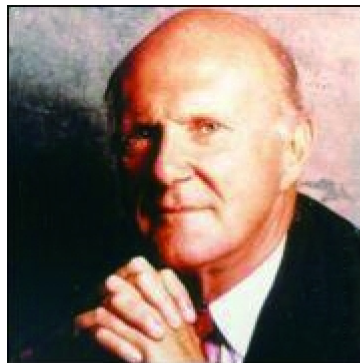
[1] R Lenzner. Archimedec on Wall Street [J]. Forbes, 1998（10）: 52.
[2] Financial Stability Forum. Report of the Working Group on Highly Leveraged Institution,2000.
[3] Deutsche Bundesbank. Hedge Funds and Their Role in the Financial Markets [J]. Monthly Report, 1999(3): 29-32.
[4] Reserve Bank of Australia. Hedge Fund, Financial Stability and Market Integrity, 1999.
[5] EU Economic and Financial Committee. Improvement in the Functioning of International Financial System, 1999.
[6] Basel Committee on Banking Supervision, Bank Interations with Highly Leveraged Institution, Jan, 1999; Sound Practices for Bank Interations With Highly Leveraged Institutions, Jan, 1999.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

对冲基金的沉浮

从老三到消失：老虎基金走向破产

老虎基金管理公司（Tiger Management）总部位于纽约曼哈顿的华尔街，它所管理的资金曾经处于世界第三位。它创办于1980年5月，创始人和管理者是金融界的传奇人物罗伯逊（Julian Robertson）。



老虎基金管理者罗伯逊

罗伯逊有着南方人的和蔼，纽约人的交际方式，运动员一般的健壮，他创立对冲基金也是受到琼斯的影响。罗伯逊20世纪70年代在基德-皮伯迪公司（Kidder Peabody）工作时，认识了琼斯的女婿。他们两人常请琼斯吃饭，对琼斯对冲基金的运行机制发生了兴趣。罗伯逊在建立基金以后，热衷于寻找高估值股票并做空这些股票。例如，1983年，罗伯逊认为石油价格将下降，做空石油公司的股票，3年以后石油公司的股票价格下跌了50%。1984年，罗伯逊认为非品牌药品盈利不可持久，做空非专利药品制造商苏黎世实验室（Zenith Labs）的股票，2年以后这只股票价格下降了45%。1989年，罗伯逊发现布莱姆汽车公司（Prime Motor Inn）的股票价值高估，建议做空这只股票，后来这只股票的价格从28美元下跌到1美元。

据说，罗伯逊在做空股票时还具有坚韧的性格。1987年，罗伯逊的一位助手建议他做空一家器械制造商的股票，罗伯逊经过考察以后采纳了他的建议，在该股票为20美元的时候做空该股票。后来这只股票从20美元上涨到30美元，又从30美元上涨到40美元，罗伯逊的账面损失达到100%。2年以后这只股票价格暴跌，罗伯逊终于获得了收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

实际上，如果事后证明判断正确，坚持就是坚韧的好性格。但是，如果事后被证明判断错误，坚持就是固执的坏性格。历史总是以成败去评论一个人。罗伯逊后来坚持持有美国航空公司的股票，结果遭受重大损失，成为导致老虎基金破产的原因之一。如果事后评论，可以说他具有固执的性格。

20世纪90年代，经济趋向全球化，老虎基金开始了“全球性投资”。它一方面进行股票投资，另一方面进行外汇投机。它的投资范围不仅包括传统的金融工具，而且包括高风险高收益的金融衍生工具。由于对冲基金盈利情况良好，不断有投资者委托老虎基金投资证券，老虎基金管理的资金不断增加。到1990年年底，老虎基金已经成为世界上第三家管理资金超过10亿美元的对冲基金。

老虎基金在世界范围内投资有成功也有失败。例如，1992年做空英镑和1997年做空泰铢是成功的。但是，1997年做空日本股票和1997年做空港元是失败的。特别是在做空日本股票价格的过程中，表现出罗伯逊不了解其他国家企业文化的弱点。以美国人的眼光来看，日本银行管理不善，利润率很低，不良资产率很高，市盈率很高，肯定是高估值股票。因此，罗伯逊在1992年决定做空日本银行股票。罗伯逊向他的投资者保证：日本银行股票的奇怪估价给了老虎基金很好的机会。但是过了3年以后，日本银行股票价格没有下跌。当老虎基金的分析师问罗伯逊为什么日本银行股票没有崩溃时，罗伯逊回答：我不知道答案。

另外，罗伯逊也出现了激进的倾向。罗伯逊的助手发现，他越来越不注意投资风险管理。例如，在20世纪90年代初，老虎基金做空欧洲债券。交易员们根据当时市场的变化，预期可能对老虎基金做空的头寸有不利影响，建议罗伯逊采取措施来规避风险。罗伯逊听后生气地说：对冲？如果我是对的话，我赚的钱会减少。

但是，从总体来看，老虎基金还是获得很高的收益率。在成立以后的18年中，老虎基金的年均收益率超过30%。即使在破产前的2年里遭受重大损失，所管理的资产缩水50%，老虎基金自从创办以来的收益率仍然达到25%。[1]这不知道是不是应验了古希腊的一句格言：神要让谁毁灭，必先使其骄傲。

老虎基金曾经成功地利用金融衍生工具在新兴市场上牟取暴利。但是成也萧何，败也萧何，正是这些金融衍生工具的交易使老虎基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

走向了破产。

1998年中期，老虎基金开始进行“日元携带交易”（Yen Carry Trade）。由于日元的利率很低，几乎接近于零的水平，老虎基金利用优惠的利率大量借进日元，按照当时的汇率兑换成美元，再购买美国政府债券或其他高风险债券，从中赚取两国的利息之差。但是，这种交易存在着很大的汇率风险，如果日元汇率下跌，老虎基金就能在汇差和利差两方面获取利益。如果日元汇率升值，则有可能遭受重大损失。

1998年8月，日元兑美元的汇价一度跌到了147：1的水平。老虎基金预测日元汇率将会跌破150：1的大关，于是大量做空日元，以获取利率和汇率双重暴利。

但是，日元汇率却在日本经济没有任何明显变化的情况下反其道而行之，突破了125日元兑1美元的心理大关。随之而起的全世界范围内抛售美元、抢购日元的风潮，使日元在短短的两个月内急剧上升到110日元：1美元的汇率水平。老虎基金仅仅在这次交易中就损失了20亿美元。

老虎基金在外汇投机失败以后，转向投资日本股票。它在1999年日经股票价格指数上升时，大量卖出了日经股票价格指数期货和期权，以期待日本股票价格下跌时获取暴利。但这次日经股票价格指数的走势再次朝着与老虎基金预期相反的方向发展，老虎基金再次受到重大损失。

老虎基金在美国国内股票的投资业绩也不理想。它持有美国航空公司15%的股权，该股票到1998年第三季度上涨了5倍。罗伯逊拒绝分析师们关于卖出部分美国航空公司股份的建议，坚持持有该股票。但该股票却从1999年5月的59美元下滑到2000年的25美元。另外，老虎基金持有的联合资产管理公司的股票也表现平平，不能使老虎基金挽回其他投资的失败。

据统计，到2000年2月底，老虎基金累计资产损失超过30%。按照对冲基金的规定，基金经理只有在弥补这些亏损之后，才能收取基金管理费。也就是说，老虎基金只有在余下的时间里盈利率达到85%，各部门经理才能得到管理费收入。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这时，基金投资者却纷纷要求基金赎回资金，这无疑使老虎基金雪上加霜。1999年，罗伯逊清楚地预感到美国的科技类股票存在严重的泡沫，但是他已经没有足够的资金来做空科技类股票了。1999年12月，罗伯逊曾经提出对科技类股票的泡沫肯定会有算总账的时候。算总账的日子果然来了，纳斯达克股票价格从2000年3月10日开始大幅度下跌。但是，深感回天乏术的罗伯逊终于在2000年3月宣布破产。宣布破产的老虎基金只有60亿美元，其中还有15亿美元属于罗伯逊的私人财产。

[1] 里查德·布克斯塔伯. 金融的魔鬼[M]. 黄芳，译. 北京：中信出版社，2012.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

梦幻组合的厄运：长期资本管理基金濒临破产

长期资本管理基金是一家主要从事债务工具投资的对冲基金。该基金创立于1993年，主要活跃于国际债券和外汇市场，利用投资者的资金和金融机构的贷款，专门从事金融资产的投机。它曾经与量子基金、老虎基金、欧米伽基金一起称为四大对冲基金。

长期资本管理基金的管理者包括被称为金融奇才的梅里韦瑟、诺贝尔经济学奖获得者默顿和斯科尔斯、前财政部副部长及美国联邦储备委员会副主席莫里斯、前所罗门兄弟债券交易部主管罗森菲尔德和希利布兰德等人，曾被称为“梦幻组合”。

默顿和斯科尔斯由于在期权定价理论研究中所取得的成就而获得1997年诺贝尔经济学奖。当他们获得诺贝尔经济学奖的时候，他们已经从大学教授演变为华尔街的权贵。



梅里韦瑟

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



默顿



斯科尔斯

长期资本管理基金管理者积极倡导投资方法的数学化。默顿和斯科尔斯将金融市场的历史交易资料、金融市场理论、学术研究报告和市场信息有机结合在一起，形成了一套较完整的计算机数学自动投资模型。他们利用计算机处理大量历史数据，通过连续而精密的计算得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

到两种不同金融工具间的正常的历史差价，然后与现实市场的差价进行比较，再决定投机的方法。

例如，如果预期两种债务工具或利率期货的差价会扩大，就买进价格低的债务工具或利率期货，卖出价格高的债务工具或利率期货。等到差价扩大后，再卖出以前买进的债务工具或利率期货，买进以前卖出的债务工具或利率期货，以获取差价扩大的收益。如果预期两种债务工具或利率期货的差价会缩小，则进行相反的交易。

在1994年到1997年间，长期资本管理基金的业绩辉煌。它的资产净值从成立初期的12.5亿美元迅速上升到1997年12月的48亿美元，1994年到1996年的投资回报率为28.5%、42.8%、40.8%和17%。1997年的回报是1994年投资1美元派2.82美元红利。

从1997年开始，长期资本管理基金的收益有所下降，梅里韦瑟管理团队决定把投资领域从原来的债券扩展到股票。

但是，长期资本管理基金运气不大好。1997年，长期资本管理基金注意到荷兰皇家壳牌集团分别为荷兰皇家石油公司和英国壳牌运输公司所拥有，这两家公司利润相当，但英国公司股票价格却较大幅度低于荷兰公司股票价格。于是，它做多英国公司的股票，做空荷兰公司的股票，赌两家公司股票的差价缩小。但是不幸的是，这两家公司的差价从8%扩大到17%。

1998年5月，长期资本管理基金又构建了一个标准普尔500种股票指数“跨立”期权。这就是说，如果标准普尔500种股票指数波动幅度较小，它将获得收益；如果标准普尔500种股票指数波动幅度较大，它将遭受损失。从所建的仓位来看，标准普尔500种股票指数波动幅度每超过既定波动幅度1个百分点，它将遭受4000万美元的损失。但是标准普尔500种股票指数从1998年5月19%的波动幅度扩大到6月26%的波动幅度，长期资本管理基金5月份亏损了6%，6月份亏损了10%。长期资本管理基金在默顿和斯科尔斯最熟悉的期权投资中翻船，多少有点讽刺意味。

长期资本在进行投资的时候，往往使用计算机模型分析收益和损失的概率，有时计算出来的结果是一个发生概率只有1/1024的事件才有可能导致基金破产。但是，复杂的计算机模型有一个致命弱点，它根据历史统计数据进行计算，而历史数据的统计过程往往会忽略一些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

概率很小的事件。虽然这些事件发生的概率很小，但是一旦发生，将会造成致命的打击。然而，俄罗斯金融危机使这种概率很小的事件发生了。

长期资本管理基金在美国国内金融市场上卖出国库券期货合约和买进其他债务工具期货合约，赌两种证券差价缩小；在国际金融市场上卖出德国政府债券期货合约和买进意大利政府债券期货合约，也赌两种证券差价缩小。

1998年8月，由于经济恶化和政局不稳，俄罗斯政府宣布卢布贬值，停止政府债券交易，并将1999年12月31日前到期的政府债券转换成了3～5年期债券，冻结国外债权人贷款偿还期90天。这个事件引起了国际金融市场的恐慌，投资者纷纷从新兴市场国家和较落后国家的证券市场撤出资金，转向持有风险较低、质量较高的美国和德国政府债券。

1998年8月21日，美国30年期政府债券利率下降到30年来的最低点，也就是30年期政府债券价格上升到最高点，美国国库券和其他债务工具的差价扩大了。与此同时，德国政府债券价格上涨，意大利政府债券价格下跌，两种证券的差价也扩大了。长期资本管理基金遭受双重账面损失。

在1998年的这次金融动荡中，长期资本管理基金在短短的150多天资产净值下降90%，出现43亿美元巨额亏损，仅余5亿美元，已走到破产边缘。

梅里韦瑟和他的合伙人认为，现在市场处于短暂的非理性状态，很快市场将会恢复秩序，他们的投资组合还是可以盈利的。但是，他们必须要追加买卖期货合约的保证金，否则他们的账面损失将变成实际损失。

罗森菲尔德给巴菲特打电话，问他是否愿意购买长期资本管理基金50亿美元的投资组合，巴菲特礼貌地拒绝了。梅里韦瑟邀请索罗斯共进早餐，希望索罗斯能够提供5亿美元。索罗斯提出如果长期资本管理基金能够从别的渠道筹集到5亿美元，他可以提供5亿美元。但是，梅里韦瑟一再寻求各方帮助，仍然无法筹集到另外的5亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

9月13日，梅里韦瑟向高盛公司求助，希望高盛公司提供20亿美元的资金。高盛公司表示只能提供10亿美元的资金，但要求控制长期资本管理基金50%的管理权。这是一个十分苛刻的条件。然而，即使梅里韦瑟接受这个条件，他也筹集不到另外的10亿美元。

梅里韦瑟和他的合伙人们认为应该通知纽约联邦储备银行基金破产的可能性。纽约联邦储备银行副行长费舍尔（Peter Fisher）经过了解，发现长期资本管理基金的仓位不但巨大而且集中，如果进行平仓清算，有可能引起金融市场的动荡，并对交易者造成伤害。于是，费舍尔试图说服别的金融机构对长期资本管理基金进行救助。

9月23日，在费舍尔的组织和安排下，以美林、摩根为首的15家金融机构注资37.25亿美元购买了长期资本管理基金90%的股权，共同接管了长期资本管理基金，从而避免了它倒闭的厄运。

从长期资本管理基金濒临破产的案例中可以看到，不论是什么样的投资者，在金融市场中都面对着相同的市场法则，即高回报总是以高风险为代价的。长期资本管理基金之所以能取得辉煌的成就，与它采用高杠杆率的策略分不开。然而，长期资本管理基金之所以濒临破产，也与它采用高杠杆率的策略有关。

据媒体报道，巴菲特曾经这样评论：如果你给我一把枪，弹膛里有1000个或者100万个弹仓，你告诉我其中一个弹仓有一发子弹，然后问我要多少钱才愿意对自己扣动扳机，我对这样的游戏一点兴趣也没有。如果我赢了，那些钱不值一提。如果我输了，那么一切就完了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

高回报伴随高风险：量子基金的沉浮

量子基金是索罗斯经营的五家对冲基金之一，曾因1992年狙击英镑，1997年狙击东南亚货币，1997年和1998年攻击港元而闻名于世。

量子基金是进行高风险投机的基金，它大量借入资金在世界范围内投机股票、债券、外汇和商品期货。量子美元基金没有在美国证券交易委员会登记注册，而是在加勒比海库拉索岛注册，它主要采取私募方式筹集资金。据说，索罗斯之所以取名“量子”，是源于索罗斯所赞赏的一位德国物理学家、量子力学的创始人海森堡（Werner Karl Heisenberg）提出“测不准定理”。索罗斯认为，就像微粒子的物理量子不可能具有确定数值一样，证券市场也经常处在一种不确定状态，很难精确地度量和估计。

量子基金由双鹰基金演变而来。双鹰基金由索罗斯和罗杰斯（Jim Rogers）于1969年创立，资本额为400万美元。罗杰斯既是一位杰出的投资家，也是一位优秀的大学教师。他从1983年开始，在哥伦比亚大学开设了最热门的高级证券分析课程，连被誉为股票投资之神的巴菲特听了他的课后，也连声叫好。巴菲特认为罗杰斯对市场大趋势的把握无人能及。1980年，罗杰斯离开了量子基金，带着他所投入的资金的利润1400万美元，开始了新的令人目眩的独立投资人生涯。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



量子基金合伙人罗杰斯

双鹰基金1973年改名为索罗斯基金，资本额约1200万美元；1979年，索罗斯公司更名为量子公司。基金设立在纽约，出资人是非美国国籍的境外投资者，从而避开美国证券交易委员会的监管。经过不到30年的经营，到1997年年末，量子基金发展为资产总值近60亿美元的巨型基金。由于索罗斯掌管着多个基金，量子基金是由德鲁肯米勒管理的。

在过去31年半的历史中，量子基金的平均回报率高达30%以上。量子基金以敢冒险和下手狠著称，1992年狙击里拉和英镑，1994年狙击墨西哥比索，1997年狙击泰铢、印尼盾、马来西亚林吉特、菲律宾比索，1997和1998年攻击港元，量子基金都扮演了重要的角色并且获得了高额的利润。

然而，1998年以后，投资接连失误使量子基金遭到损失。量子基金先是对日元的投机遭受重大损失，接着是对美国科技类股票的投机遭受重大损失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1999年年初，量子基金管理者德鲁肯米勒和老虎基金的管理者罗伯逊都认为，美国的科技类股票出现严重泡沫。德鲁肯米勒选择了12只价值明显高估的股票，建立了一个价值2亿美元的空头，赌这12只股票价格下降。但是，美国科技类股票的价格依然上升，几周之内量子基金就损失了6亿美元。德鲁肯米勒十分灵活，从1999年5月开始迅速从做空转变为做多科技类股票，从而成功地实现了亏损的逆转。

但是理智告诉德鲁肯米勒，股票市场泡沫随时都有破裂的可能。2000年1月，以科技类股票为主的纳斯达克指数大幅度下跌，量子基金赶在这以前卖出了股票。德鲁肯米勒向索罗斯报告：我把什么都卖了。索罗斯回答：我很高兴你这么做。

但是，纳斯达克指数接着又转向上升，德鲁肯米勒又继续买进科技类股票。2000年3月10日，纳斯达克指数彻底逆转了，开始大幅度下跌。量子基金持有的股票，价格下跌幅度要大于纳斯达克指数的下跌幅度。德鲁肯米勒大量买进威瑞信公司（VeriSign）股票，但是该股票价格在1个月内下跌了50%。到3月底，量子基金损失了10%的资本，德鲁肯米勒只好卖掉全部的科技类股票。

德鲁肯米勒告诉索罗斯：我累了，筋疲力尽了。他跟妻子说：钱应该是用来享受的，如果我不能跟孩子们在一起，有很多的钱有什么意义呢？

2000年4月28日，索罗斯不得不宣布关闭“量子基金”和“配额基金”两大基金。1998年8月，量子基金的资产有220亿美元，到关闭前只剩下144亿美元，共损失了76亿美元。量子基金这个闻名世界的对冲基金至此寿终正寝，德鲁肯米勒离开了他奋斗了12年的量子基金。

反思与启示

资本的本性是追逐利润，这是无法改变的。包括中国在内的发展中国家必须学会与国际资本打交道。一方面要利用国际资本服务于本国经济，加快本国经济的发展；另一方面要提防国际资本的投机性冲击，防止国际资本聚集和逆转对本国经济的破坏性影响。对于中国来说，还需要警惕某些国家的政府与国际资本相勾结，以打击中国的经济。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第七章　经济虚拟化：金融战争的武器

金融资本之所以能够通过金融战争来掠夺别的国家的财富是由于现代经济是虚拟经济。在经济虚拟化的条件下，产生了很多金融工具，从这些金融工具又派生出新的金融衍生工具。金融资本正是利用这些金融工具和金融衍生工具，发动了金融战争。本章将说明金融工具是怎样产生的，从金融工具又怎样产生金融衍生工具，它们具有什么特点，为什么它们成为金融战争的工具。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

资本的虚拟化

金融资产

金融是资金融通的意思。在现实的经济活动中，有的人出现了资金闲置，而有的人出现了资金不足，后一种人就会以各种方式从前一种人那里获得资金，这就是资金融通。资金融通分为债权资金融通和股权资金融通两种方式。

债权资金融通是指需要资金的人以借债的方式向拥有资金的人获得资金。例如，人们将闲置的资金存放在银行，银行将资金贷放给厂商，这实际上是人们通过银行这个中介将资金借给厂商。这种资金融通属于债权资金融通，称为间接的资金融通。又如，需要资金的厂商可以不通过银行间接向公众借入资金，而是通过发行债务凭证直接向公众借入资金。这种资金融通也属于债权资金融通，称为直接的资金融通。在债权资金融通的方式下，借入资金的人是债务人，贷放资金的人是债权人，双方形成的关系是债权和债务关系，债务人要向债权人支付利息。

股权资金融通是指需要资金的人以出让所有权的方式向拥有资金的人获得资金。例如，需要资金的厂商既可以向银行或公众借入资金，也可以通过出售股权的方式取得资金。在股权资金融通的方式下，买进股权的人即股东成为厂商的所有者，他可以参与选举董事会以让董事会代表自己行使所有者的权利，同时可以凭借着股权获得股息的收益。

不论是债权资金融通还是股权资金融通，都需要借助某种凭证或手段来实现，这就是金融工具。例如，银行通过出售存单从公众取得资金，然后向厂商发放贷款，存单就成为金融工具。又如，厂商既可以通过出售商业票据等一年以下的债务凭证向公众借入资金，也可以出售公司债券等一年以上的债务凭证向公众借入资金，商业票据和公司债券就成为金融工具。再如，厂商可以通过发行股票从公众那里取得资金，股票就成为金融工具。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



世界上最早的证券交易所——阿姆斯特丹证券交易所

在金融工具发行以后，买卖金融工具的人就形成了债权和债务关系或者所有和被所有的关系，债权人或所有者可以凭借着这些金融工具获得利息或股息的收益。但是，如果债权人或所有者不想再持有这些金融工具，他们可以在市场上将这些金融工具转让给别人。金融工具发行或交易的场所或者过程就称为金融市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



世界上最大的证券交易所—纽约证券交易所

由于金融工具能够带来收益，它们被称为金融资产。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一种虚拟的资本

在经济学里，金融资产被称为虚拟资本。

所谓资本是指能够带来剩余价值的价值。这就是说，资本本身是一种有价值的东西，如厂房、设备、工具等，当这种东西能够带来更多的价值时，它就成了资本。由于剩余价值带有剥削的意味，西方经济学者不提剩余价值的概念。用西方经济学者的话来说，所谓资本是能够带来收益的东西，厂房、设备、工具能够带来收益，它们成为物质资本；人的能力也能够带来收益，它成为人力资本。

显然，金融资产能够带来利息和股息的收益，按照马克思的理解，利息和股息是剩余价值的一部分，按照西方经济学者的理解，利息和股息是一种收益，所以金融资产成为资本。但是，金融资产是一种债务或股权的凭证，它与物质资本不同，它没有实物的形态，人们将这样一种没有实物形态的金融资产称为虚拟资本。这样，从物质资本到金融资产的变化过程就是资本虚拟化的过程。

物质资本具有价值，作为虚拟资本的金融资产的价值是如何决定的呢？物质资本的价值是由生产物质资本所耗费的各种形式的劳动量决定的。用西方经济学者的话来说，物质资本的价值是由生产物质资本耗费的成本决定的。无论如何，金融资产的价值都是由金融工具的收益派生的。

假定某种金融资产每年可以得到一定的收益，而且它的期限足够长甚至没有期限，那么它的价值为：金融工具的价值＝金融资产的年收益/市场年利率。例如，假定金融资产的年收益是10元，市场年利率是10%，那么这种金融资产的价值是100元。这是因为这种金融资产每年的收益是10元，如果有100元资金，在市场年利率是10%的条件下每年也有收益10元，所以这种金融资产的价值与这100元资金等值。

金融资产的价值是它的市场价格的基础，但是金融资产的市场价格并不都是等于它的价值。金融资产的市场价格将受到它的需求和供给的影响而偏离价值。当金融资产的需求大于供给时，它的市场价格就会上升；当金融资产的需求小于供给时，它的市场价格就会下降。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

由于金融资产的市场价格受到它的需求和供给的影响，只要大家认为金融资产市场价格上升，它的市场价格就会上升。这是因为如果大家认为金融资产市场价格上升，就会纷纷买进这种金融资产以获取市场价格上升的差价，这种金融资产的需求就会大量增加，它的市场价格就会上升。当金融资产市场价格远远高于它的价值时，人们就将这种情况称为金融资产的泡沫。

由此可见，金融资产之所以成为虚拟资本，不仅是因为它与实物形态相脱离，而且与实际投入的资金相脱离。例如，假定某投资按照5美元1股的发行价格买进了1股某公司的股票，该公司得到了5美元的资本金。但是，这股股票在市场上不断交易的时候，它的价格可能上升到30美元，然后又跌到2美元。

关于股票，在经济学学界存在着一种普遍认可的说法：股票投机与赌博一样是一种零和博弈。不错，赌博是一种零和博弈。两个人赌，一个人赢了另一个人就输了，赢的金额加上输的金额一定等于零。在一个赌场赌，一部分人赢了，另一部分人就输了，所有赢的金额加上所有输的金额仍然等于零。股票的投机似乎也一样，我和你投机股票，我赢了你就输了，净结果也是等于零。

其实不然。例如在某股票的价格为5元的时候，我买进了该股票，你卖出了该股票。后来该股票的价格上升到7元，我卖出股票赢了2元。但是，卖方输了吗？如果卖方以前是以3元的价格买进该股票，他同样赢了2元。当然，如果你不卖出股票，你可以赢4元，这不就输了本来应该得到的2元？如果这样说，就应该加上“机会”两个字，即机会意义上的零和博弈而不是实际意义上的零和博弈。

但是，从整个股票市场的情况来看，由于股票价格从长期来说是不断上升的，股票投资根本不是零和博弈。例如，恒生指数在1964年的时候是100点，2017年9月19日是28051点。由于恒生指数永远不可能回到100点，所以人们对恒生指数所包含的股票的投机不可能是零和博弈。

股票投机之所以不是零和博弈，是因为股票是一种虚拟资本。股票市场价格以厂商的收益为基础并在需求和供给的影响下不断地变化，从而产生虚拟财富上的收益和损失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

为什么会变得虚拟

金融资产是随着人类经济活动的发展而产生的。

在市场经济发展的初级阶段，人们生产出商品以后，拿到市场上出售，从而得到了货币。当人们需要自己不能生产的商品时，便用货币购买商品。这样，商品的流通过程表现为商品——货币——商品。

与商品流通相应的是货币流通，即货币被作为商品交换的手段不断地从买者手中转到卖者手中。在货币流通的过程中，有的人出现货币闲置而有的人则发生货币不足，当出现货币闲置的人把货币贷给需要货币的人时，便从货币流通过程中产生了货币——货币的资金融通过程。

但是，希望借入货币的人要找到希望贷放货币的人需要耗费很多时间和精力，经济学将这种代价称为交易成本。银行就是为了降低货币融通的交易成本而产生的。在银行出现以后，人们将闲置的货币存放在银行，银行将这些货币集中起来贷放给需要货币的人，从而降低了交易成本。

但是，银行的运转发生大量的费用，以银行为中介的间接的资金融通过程仍然需要耗费较高的交易成本。商业票据和公司债券等金融工具就是为了进一步降低资金融通的交易成本而产生的。借助于这些金融工具，人们既克服了银行产生以前直接的资金融通所存在的不便，也降低了银行产生以后间接的资金融通的成本，从而形成了更高形式的直接的资金融通。

另外，在私有制的条件下，产权即拥有财产的权利是相互分割的，每个商品生产者都拥有自己的产权。但是，随着社会生产力的发展，人们要获得规模经济的利益，一定数量的资本积累是必要的。在这里，规模经济是指大规模生产的好处。

例如，如果1个工人操纵1台机床生产10种零件，生产效率是很低的。但是，如果10个工人操纵10台机床生产10种零件，便可以进行专业化分工，专门由1个工人操纵1台机床生产1种零件，生产的效率将大大提高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

但是，要实行大规模生产，一定数量的资本积累是必要的。在人类历史上，资本的原始积累表现为两个过程：一是通过暴力使小商品生产者和生产资料相分离的过程，它导致了以生产者自己劳动为基础的私有制的解体和资本主义私有制的产生。二是使私有产权的收益权和使用权相分离，私有产权的所有者保留财产的收益权，让渡财产的使用权，并且把财产的使用权在法人企业里集中起来。财产使用权的让渡产生了股票，法人企业形成了股份有限公司。在股份有限公司里，经营者使用他们的股份去经营企业，所有者凭借他们的股份获取收益。

由此可见，在市场经济里，在竞争的压力和利润动力的影响下，人们总在寻求更有效的制度安排，以实现降低交易成本和提高经济效率的目的。债务类金融资产和股权类金融资产正是因此而产生和发展。

在经济发展的这个阶段里，黄金是货币，纸币主要代替黄金充当流通手段和支付手段的职能，而债务类金融资产和股权类金融资产则是代替黄金完成资金融通的过程，纸币和金融资产的流通或融通受到黄金流通和融通的制约，金融资产与生产性的物质资本存在比较密切的联系。



世界上最大的信用货币发行机构——美国联邦储备系统

但是，随着金本位制的弱化，特别是随着20世纪30年代金本位制的解体，在各国国内，黄金已经不再是货币，纸币成为交换的手段、资金融通的手段和调节经济的手段。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在经济发展的这个阶段里，作为基础货币的纸币是一种没有价值的价值符号，它实际上是一种信用货币，即以政府的信用为保证的货币。货币本身在虚拟化，黄金、白银变成了纸片。

接着，由于人们利用支票可以随时使用银行的活期存款，银行的活期存款成为货币。后来，出现了可转让的定期存单（NOW），人们可以利用这种存单支付债务。另外，还出现了银行将定期存款自动转换为活期存款的服务（ATS），人们可以利用支票先使用活期存款再使用定期存款，银行的定期存款也成为货币。这样，货币的流通表现为各种凭证的易手，资金的融通则表现为银行账户数字的更改和各种票据的交易，它们已经不完全反映商品的流通。

另外，在经济发展的这个阶段里，开始出现货币流通或融通对商品流通的异化。这就是说，相对于商品流通来说，货币流通或融通已逐渐作为一个异己的力量出现，它具有一定的独立性并反过来对商品流通产生强有力的影响。像金融资产这样的虚拟资本与生产性的物质资本的联系开始弱化了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

虚拟资本的再虚拟化

金融衍生工具

债券和股票等金融资产是一种虚拟资本，但是后来从这些虚拟资本又派生出更虚拟的资本。在金融学里，将前一种虚拟资本称为传统的金融工具，将后一种虚拟资本称为金融衍生工具。

20世纪70年代以来，随着金融创新的发生，出现了互换、期货、期权等金融衍生工具。相对于债务类的金融工具来说，出现了利率互换、利率期货、利率期权；相对于股权类金融工具来说，出现了股票指数期货、股票期权、股票指数期权；相对于外汇类金融工具来说，出现了外汇互换、外汇期货、外汇期权。在这里，主要介绍期货和期权。

期货是买卖双方签订的一种合约，买方在未来一定的时间，按照一定的价格从卖方买进一定数量的某种商品或金融工具。因此，期货交易是现在确定交易条件，然后在未来一定的时间进行交割的交易。期货的买卖对象称为标的物。由于在期货交易中标的物的数量是标准化的，人们就把买卖一个标准化数量标的物的期货称为1个期货合约。

在期货交易中，如果标的物是商品，称为商品期货；如果标的物是金融工具，称为金融期货。

对于金融期货来说，如果标的物是债务类金融工具，称为利率期货；如果标的物是股权类金融工具，称为股票指数期货；如果标的物是外汇类金融工具，称为外汇期货。

金融期货交易只有30多年的历史，而商品期货的交易已经有150多年的历史了。

在17世纪末期，英国进口商从美国买进棉花，需要几个月的时间才能运到英国，英国进口商需要承担价格变化的风险。1821年，在英国利物浦形成了以合约的方式进行棉花交易的市场。英国进口商与英国纺织商签订合约，确定棉花的价格、数量、交割地点和交割时间，然后在规定的时间交割棉花，从而使进口商和纺织商共同承担棉花价格变化的风险。这就是商品期货的雏形。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1848年，在美国芝加哥建立了芝加哥商会（CBT），推出了标准数量、标准质量和标准交割时间的谷物合约交易，商品期货交易初步形成。1874年，在美国芝加哥建立了芝加哥产品交易所（CPE），从事奶油、鸡蛋、家禽、农产品期货交易。1919年，芝加哥产品交易所更名为芝加哥商品交易所（CME）。芝加哥商品交易所至今仍然是最重要的商品和金融期货交易所。

金融期货的交易要比商品期货的交易晚得多。1975年，芝加哥商会引入了利率期货交易，金融期货交易迅速发展起来。



世界上最大的期货交易所——芝加哥商品交易所

金融期货交易有三个重要特点：

第一，可不交割。金融期货合约的交易是一种标准化的金融衍生工具交易，交易对象、交易数量、交割时间都是标准化的。因此，当人们买进一个期货合约以后，可以将它卖出去；或者卖出了1个合约以后，也可以将它买进来。这种做法称为“平仓”。在平仓以后，人们就不用进行期货合约标的物的交割。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第二，保证金交易。人们不论是买进还是卖出金融期货合约，都要支付5%～15%的保证金。这种在成交以后必须交纳的保证金称为初始保证金。同时，期货交易所的清算机构还规定了最低限度的保证金，称为维持保证金。当买者或卖者的保证金低于维持保证金时，必须追加保证金。这种保证金称为可变保证金。

第三，每日结算。人们买进或卖出期货以后，每日要进行结算。例如，买卖双方成交了一个期货合约以后，如果第二天该期货合约标的物的价格上升了，买方将该期货合约卖出去可以得到收益，但是买方没有平仓，这个收益是账面上的收益而不是实际的收益，清算机构将把这个账面收益从卖方的保证金账户转到买方的保证金账户。如果该期货合约标的物的价格发生相反的变化，清算机构便做相反的事情。假定该期货合约标的物的价格连续发生不利于某一方的变化，其保证金就会低于维持保证金，就需要追加保证金。

如果说期货是买卖双方成交的一种合约，那么期权则是买卖双方成交的一种权利。所谓期权，是买方向卖方支付一定的费用以后所得到的在未来一定的时间里按照一定的价格买进或卖出一定数量的金融工具的权利。买方可以实施这种权利，也可以放弃这种权利，但是当他放弃这种权利的时候，他不能取回他支付的费用。卖方得到了费用以后，如果买方实施权利，他就必须要履行责任。期权买卖的对象也称为标的物。

在期权交易中，买方向卖方支付一定的费用称为期权费用，期权费用实际上是期权的价格。买方和卖方约定交割商品或金融工具的价格称为实施价格。

在期权交易中，如果标的物是债务类金融工具，称为利率期权；如果标的物是股权类金融工具，称为股票或股票指数期权；如果标的物是外汇类金融工具，称为外汇期权。

期权最早出现在18世纪初期的欧洲和美国，当时证券商给予经纪人按照一定的价格买进一定股票的权利，促使他们向顾客推销股票。如果他们以较低的价格向顾客推销股票，他们便可以得到期权的实施价格和他们实际卖出的价格的差价。1975年，美国证券交易所和费城证券交易所开始进行利率和股票期权交易，金融期权交易迅速发展起来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

金融期权交易与金融期货交易的特点是相似的。人们买进或卖出期权以后，可以卖出或买进以平仓。另外，人们买卖期权以后，如果买方支付了期权费用，他不需要再支付保证金，但是卖方则需要支付保证金。买方之所以不需要支付保证金，是因为他可以实施权利，也可以放弃权利，他不存在违约的风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



世界上最早的期权交易所——芝加哥贸易委员会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一种更虚拟的资本

金融衍生工具可以得到收益，它也是一种虚拟资本。但是，它是从金融工具中派生出来的，它是一种比金融工具更虚拟的资本。

仍然以金融期货和金融期权为例。

金融期货交易是在未来约定的时间按照约定的条件进行金融工具的交易，它是从作为标的物的金融工具派生出来的，但它本身也被作为一种工具交易，因而称为金融衍生工具。如果说作为标的物的金融工具是一种虚拟资本，那么金融期货合约便是一种更虚拟的资本。

另外值得注意的是，虽然金融期货合约买卖的是某一种金融工具，但是它并不完全受这种金融工具的制约。例如，假定某个国家总共只有2000亿元国库券，但是人们进行国库券期货合约的交易时，他们约定买卖的国库券可以超过2000亿元。这就是说，如果买方真要进行国库券交割的话，根本就没有这么多国库券用于交割[电子shu 分享V信shufoufou]。

金融期权交易是双方进行买卖金融工具的权利的交易，它比金融期货更加虚拟化。金融期货是双方约定按照一定的条件进行金融工具的交易，金融期权则是双方进行按照一定的条件买卖金融工具的权利的交易，它同样是比作为标的物的金融工具更虚拟的资本。

另外，与金融期货合约交易相似，虽然金融期权买卖的是某一种金融工具的权利，但是它并不完全受这种金融工具的制约。例如，假定某个国家总共只有10亿元某种股票，但是人们进行这种股票期权交易时，他们约定买卖的这种股票可以超过10亿元。如果买方真要实施其权利的话，根本就没有这么多这种股票用于交割。

作为期货或期权标的物的金融工具有自己的价格，但期货或期权本身也有自己的价格。期货或期权的价格受到标的物价格的影响，但也会受到期货或期权需求和供给的影响，从而有可能在一定程度上脱离标的物的价格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

为什么会变得更虚拟

金融衍生工具的产生是金融市场发展的结果。

首先，金融衍生工具是为了避免金融风险而产生的。在黄金退出货币领域以后，纸币、存款等信用货币成了货币。信用货币与黄金不同，它很容易出现频繁和剧烈的扩张及收缩，从而产生了利率风险。所谓利率风险，是利率的变化给人们带来损失的可能性。例如，某个投资者准备在未来筹集资金用于投资，但是等到他准备借入资金的时候，利率突然发生上升，这样将给他带来损失。

另外，股票的价格是股票的需求和供给决定的，股票价格有可能发生大幅度的上升或下降，从而产生价格风险。所谓价格风险，是指价格的变化给人们带来损失的可能性。例如，某个投资者买进某种股票以获得股息，但这种股票的价格发生了持续的下降，结果造成投资者的损失。

然而，在金融市场上，既有不愿意冒风险而只希望获得相应收益的投资者，也有愿意冒风险以求获得更高收益的投机者，这就使风险转移成为必要。像利率期货和期权、股票与股票指数期货和期权就是在这种情况下产生的。人们通过签订各种协议，确定未来买卖某种金融工具的价格，或者构建按照一定的价格买卖某种金融工具的权利和责任，以实现风险的转移。

其次，金融衍生工具是为了创造新的信用而产生的。在现实的经济里，金融机构发放了许多长期贷款，如住房贷款、汽车贷款等，这些贷款是没有流动性的。在这里，所谓流动性是指转变为现金的能力。住房贷款、汽车贷款等必须要等到一定的时候借款者才开始分期偿还贷款，所以它们转变为现金的能力是很弱的。金融机构为了将这些没有流动性的资产变为具有流动性的资产，就要进行信用的创造，由此产生的是资产的证券化。资产的证券化就是根据长期贷款在未来所产生的利息和本金流量发行新的债务工具，谁购买了这些债务工具谁就可以获得这些利息和本金，而金融机构将发行债务工具所得到的资金又发放新的长期贷款。这样，就产生了证券化后的证券这种金融衍生工具。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

经济的虚拟化

虚拟经济

什么是虚拟经济？首先可以用两个例子来形象地说明它的特点。1987年10月19日，美国道琼斯股票价格指数下跌22.62%，美国一天之内5000亿美元的财富化为乌有，相当于美国当年国民生产总值的1/8。另外，从2007年10月到2008年6月，中国的股票价格持续下跌。仅上海证券交易所流通股票的市场价值就蒸发了35951亿元人民币，相当于中国2007年国内生产总值的1/7。

什么是虚拟经济？接着可以探讨它更为精确的定义。在现实的经济里，财富分为两种形式：一种是物质财富，如房产、汽车等；另一种是金融财富，如债券、股票等。物质财富是实物资产，金融财富是虚拟资产，如果在一个经济里，金融财富在总财富中占据了很大的比例，那么这个经济就虚拟化了。

以美国为例。2015年，美国的国内生产总值是180366亿美元，物质财富价值是796318亿美元。但是，即使不计算难以统计而又规模巨大的金融衍生工具的价值，金融资产的价值也达到1296676亿美元，金融财富价值是物质财富价值的1.63倍。在这里，金融财富包括没有偿还的债务类的金融资产价值413145亿美元，信贷类的金融资产价值247852亿美元，公司股票类金融资产价值386846亿美元，共同基金的份额136156亿美元，非公司股权类金融资产价值112677美元。[1]

前面的分析表明，金融工具产生于货币的流通，它本身是一种虚拟资本。金融衍生工具派生于金融工具，它是一种更加虚拟的资本。如果说各种债务类金融工具和股权类金融工具体现着一定数量的信用货币的借贷和权益关系，而信用货币的数量最终仍受到商品生产和交换的制约，那么由债务类金融工具和股权类金融工具派生出来的金融衍生工具则是不但不受商品生产和交换以及信用货币数量制约，而且不受债务类金融工具和股权类金融工具数量制约。

金融衍生工具产生以后，它具有不依赖于商品生产甚至不依赖于债务金融工具和股权金融工具的衍生与繁殖能力。金融衍生工具既可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

以由现有的债务工具和权益工具中不断衍生，也可以由已经衍生出来的金融工具中再度衍生。

例如，从股票、股票价格指数衍生出各种股票和股票指数期货和期权以后，又产生了股票指数期货期权，这是一种以股票指数期货为标的物的期权。又如，从债务凭证衍生利率期货和期权以后，又从利率期货中再度衍生出利率期货期权，这是一种以利率期货为标的物的期权。只要金融市场有需求，金融机构就会创造出新的金融工具，金融衍生工具可以适应于金融市场供求的变化而不断地发展。这样，经济越来越趋向虚拟化。

从上面的分析可以看到，货币的流通是从商品的流通产生的，货币的融通是从货币的流通产生的；商品的流通制约着货币的流通，货币的流通制约着货币的融通。但是，随着货币的流通和货币的融通的发展，出现了货币流通对商品流通的异化、货币融通对货币流通的异化，它们似乎成为异己的力量反过来支配着商品流通和货币流通。

[1] Board of Governors of The Federal Reserve System. Financial Account of United States, 2017.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

发展与风险共存

不可否认，金融衍生工具的产生提高了资金融通的效率，增强了金融工具的流动性，为企业提供了更多的资金融通方法，使企业有更多的规避风险的方法，这一切都促进了金融的发展和经济的发展。

但是，也不可否认，金融衍生工具的产生为投机者提供了投机的手段，甚至成为投机者蓄意攻击某个国家金融市场的武器，从而加剧了金融市场和经济体系内在的不稳定性。

首先，人们可以利用金融衍生工具进行杠杆式投机。金融衍生工具的特点是保证金交易，人们只要支付衍生金融工具价值5%～15%的保证金，就可以进行100%的金融衍生工具价值的交易。这意味着人们用一定的资金可以进行10倍的金融衍生工具的交易。

其次，人们可以利用金融衍生工具进行多重投机。由于衍生金融工具是从传统的金融工具派生出来的，它们的价格与传统金融工具相联系。人们一旦对某种金融工具的价格形成预期，便可以同时对传统的金融工具和金融衍生工具进行投机。一旦投机成功，将获得数倍的收益；但一旦投机失败，则是数倍的损失。

最后，金融衍生工具易于导致金融市场的大规模动荡。传统金融工具和金融衍生工具的价值是虚拟的，是由预期的收益派生出来的，而未来的收益又取决于传统金融工具和金融衍生工具价格的变化。这样，传统金融工具和金融衍生工具的价格在一段时期里可以通过自我维持出现螺旋形上升：对传统金融工具和金融衍生工具未来价格上升的预期导致对传统金融工具和金融衍生工具需求的增加，对传统金融工具和金融衍生工具需求的增加推动了传统金融工具和金融衍生工具价格的上升，从而又增强了对传统金融工具和金融衍生工具未来价格上升的预期。如此反复，便造成了传统金融工具和金融衍生工具价格的持续上升，加剧了金融体系内在的不稳定性。

传统金融工具和金融衍生工具的扩张及价格的上升造成人们虚拟财富的增加，人们将相应增加消费支出和投资支出，从而带动产值的增加，出现表面上的繁荣景象即经济泡沫。但是，传统金融工具和金融衍生工具最终还要受到商品生产和交换的制约而不可能无节制地膨胀。一旦经济泡沫破灭，人们不得不调整预期，传统金融工具和金融

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

衍生工具价格就会急剧收缩，人们的虚拟财富大幅度减少，人们将相应减少消费支出和投资支出，从而导致经济的衰退。20世纪90年代以来，包括日本、美国在内的许多国家出现严重的经济泡沫，其中部分国家或地区演变为金融危机并导致经济衰退，就是经济虚拟化的消极影响的反映。

美国2007年和2008年的金融危机很好地说明了这一点。从1997年到2005年，美国房产价格不断上升，扣除通货膨胀率因素以后的上涨率为55%。在市场竞争压力和获得更高收益动力驱使下，美国的抵押贷款机构不但对信用等级低的借款者发放了次级抵押贷款，而且创造了很多的金融工具来发放抵押贷款。

这些金融工具有：第一，仅付利息抵押贷款（I/O loan）。这种抵押贷款允许借款者在一定的时期里不必支付部分本金，只每月支付利息。第二，可选择抵押贷款（option ARMs）。这种抵押贷款允许借款者选择支付结构，可以每月支付一个最低限度的金额，这个最低限度的金额通常低于每月仅付的利息。第三，无首付抵押贷款（piggyback loan）。这种抵押贷款允许借款者只支付少量首期房款或者不需要支付首期房款，并且不需要购买个人抵押贷款保险就可以取得。第四，无需证明贷款（ALT-A）。申请这种抵押贷款不必提供详细收入和财产证明。借款者只需要声明收入情况并支付一定的费用就可以获得贷款。

在美国抵押贷款机构看来，在房产价格上升的情况下，可以放心放宽抵押贷款条件，一旦借款者偿还不了贷款，可以收回房产投放市场，仍然可以卖出好价钱。这样，美国房产价格的上升和抵押贷款条件的放宽相互推动导致美国房产市场泡沫的产生：房产价格上升→银行放宽抵押贷款条件→投机者利用抵押贷款投机房产→房产价格进一步上升。

如果美国的房产价格继续上升，一切问题都不会发生。但是，房产市场的泡沫终究要破裂。2007年，美国的房产价格下降，无法偿还的抵押贷款数量大量增加，抵押贷款机构的坏账迅速增加。2008年3月，美国第二大次级抵押贷款企业的新世纪金融公司（New Century Financial Corp.）不得不申请破产保护。到2007年8月，美国已有30余家次级抵押贷款公司停业，上市次级抵押贷款公司股票价格直线下跌，美国终于爆发了金融危机。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

美国抵押贷款机构发放了住房抵押贷款以后，经常将这些贷款变成证券出售，即进行资产的证券化。住房抵押贷款是一种债权，它将在未来产生还本付息的现金流。金融机构把这些债权出售给投资银行，投资银行根据这些债权所产生的现金流把它们变成债券，经过担保机构担保以提高信用等级的程序以后将这些债券出售给广大的投资者，再委托金融机构定期从债务人那里收取利息和本金，按照债券的条件发放给投资者。谁持有这些债券，谁就能够得到它所包含的住房抵押贷款债权的现金流。这样，次级抵押贷款分为两个部分：一部分是没有证券化的抵押贷款，另一部分是证券化的抵押贷款。美国金融危机发生以后，借款者无法偿还抵押贷款。对于没有证券化的抵押贷款来说，发放贷款的金融机构遭受损失；对于证券化的抵押贷款来说，投资者遭受损失。

由于美国的投资银行大量购买了这些由抵押贷款转变的证券，抵押贷款机构的破产迅速蔓延到投资银行。2007年8月，美国第五大投资银行贝尔斯登公司陷入困境，不得不在2008年3月被美国摩根大通银行收购。

到了2008年9月，美国的金融危机加剧。首先是发放抵押贷款的美国房利美公司和房地美公司由于次级住房抵押贷款危机造成重大损失而陷入困境。美国政府不得不接管美国这两家金融机构。接着，美国第三大投资银行美林公司（Merrill Lynch）和第四大投资银行雷曼兄弟公司（Lehman Brothers）同样由于次级住房抵押贷款危机造成重大损失而陷入困境，前者不得不同意接受美国银行的收购，后者只好申请破产保护。

美国的金融危机扩散到别的金融机构。作为美国最大的保险公司的美国国际集团（American International Group）和作为美国最大的储蓄银行的华盛顿互惠银行（Washington Mutual）濒临破产，美国中央银行和美国的金融监管机构不得不对这两家金融机构进行救助。从2008年1月到11月底，美国已经有22家地方性银行破产。

美国的金融危机通过金融机构破产、银行信贷收缩、社会需求下降影响到实体经济。美国约占国内生产总值2/3的个人消费支出在2008年第三季度比第二季度下降了3.1%，为28年来的最大降幅，也是自1991年年底以来首次下降。国内生产总值在2008年第三季度按年率计算比第二季度下降0.5%，为2001年第三季度以来的最大降幅。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

从美国的金融危机可以看到，由所谓金融创新产生的金融工具或金融衍生工具发挥了两种作用：一是助长了房产泡沫的形成并加大了泡沫破裂的幅度，二是造成了一个金融市场的危机，迅速地和大范围地向各个金融市场扩散。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

创造还是毁灭

在虚拟经济条件下，如果投机者们蓄意对一个国家的金融市场发起攻击以获取暴利，金融衍生工具就成为他们的有力武器。关于这个问题，可以用一个简单的例子来说明。

假定投机者们预期某货币A将对美元贬值，他们要动用1000亿美元对这种货币进行投机。由于存在外汇类金融衍生工具，投机者们可以同时利用4种外汇工具进行投机。假定在每一种外汇工具上投入250亿美元，投机过程如下。

第一，进行即期外汇的投机。投机者们可以用250亿美元作为抵押，借入货币A，然后在即期外汇市场上卖出货币A买进美元，以压低货币A的汇率。如果货币A对美元贬值，他们再卖出美元买进货币A，以获取货币A对美元贬值的差价。

第二，进行远期外汇的投机。投机者们可以签订远期外汇交易协议，约定在未来一定的时间里按照一定的汇率卖出货币A买进美元。如果押金比率是10%，他们可以用250亿美元的资金卖出相当于2500亿美元的货币A。如果货币A对美元的即期汇率贬值，投机者将履行远期外汇交易协议，将卖出货币A所得到的美元拿到即期外汇市场上出售，便可以得到更多的货币A。

第三，进行外汇期货的投机。投机者们可以买进美元期货合约，即约定在未来一定的时间里按照一定的价格卖出货币A买进一定数量的美元。如果美元期货的保证金是10%，投机者们可以用250亿美元资金买进2500亿美元的期货合约。如果货币A对美元汇率贬值，也就是美元对货币A升值，美元期货合约的价格也将上升，投机者们可以卖出原来的美元期货以平仓，便可以获得美元期货合约价格上升的差价。

第四，进行外汇期权的投机。投机者们可以买进美元买权，即买进按照一定的汇率买进一定数量的美元的权利。如果美元期权费用是买进美元数量的2%，投机者们可以用250亿美元买进12500亿美元的期权。如果货币A对美元汇率贬值，投机者们可以实施他们的权利，按照一定的汇率卖出货币A买进美元以后，再拿到即期外汇市场上卖出美元以得到美元升值的差价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

假定货币A对美元汇率贬值20%，即美元对货币A的汇率升值20%，在不考虑手续费和利息率的条件下，投机者们在即期外汇市场上获得50（＝250×20%）亿美元的收益，在远期外汇市场上获得500（＝2500×20%）亿美元的收益，在外汇期货市场上获得500（＝250×20%）亿美元的收益，在外汇期权市场上获得2250（＝12500×20%-250）亿美元的收益。

这就是说，在不考虑手续费和利息率的条件下，如果投机者预期正确，他们用1000亿美元可以得到3300亿美元的收益。

显然，在衍生金融工具产生以后，金融市场的投机性增强，投资者们高额收益和损失的可能性增加。在投机浪潮不断发生的情况下，金融市场变得更加不稳定。特别是对于中小发展中国家来说，不管它们的经济是否出现问题，一旦在金融市场上出现金融资产的投机浪潮，它们都遭受严重的伤害。

由此可见，人类在不断地创造新的征服自然、驾驭经济和协调社会的工具的同时，还需要有效地控制这些工具，以防止这些工具对人类社会造成破坏性的影响。有一个比喻可能是恰当的：人类社会开放了核能是巨大的进步，但是如果不对核武器进行有效的控制，核武器有可能导致人类社会的毁灭。

反思与启示

金融创新所产生的金融衍生工具在促进金融市场发展的同时，也带来了潜在的金融风险。因此，我国不可盲目模仿西方发达国家的金融创新，必须要根据我国的国情发展金融衍生工具。首先，金融是服务于经济的。如果一种金融衍生工具的推出对于实体经济发展并没有什么意义，应该予以限制。其次，对于金融衍生工具的交易制定完善的交易规则，同时加强对金融衍生工具交易的监控，以防它导致金融市场的动荡。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第八章　经济全球化：金融战争的战场

即使投机性的国际金融资本具有强大的金融实力和掌握了金融衍生工具等攻击性武器，但是，如果各个国家相互处于封闭状态，它也无法通过“金融战争”来掠夺别的国家的财富。投机性的国际金融资本之所以能够发动“金融战争”，是因为经济全球化给它提供了广阔的战场。本章将分析经济全球化的原因和利益分配、在经济全球化条件下经济病的传染以及在经济全球化的条件下怎样爆发“金融战争”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

经济全球化

渗透到每个角落的国际贸易

什么是经济全球化？可以用下面一句话形象地表达：如果某个主要的国家经济感冒了，别的国家的经济就会打喷嚏。甚至某个主要的国家经济刚打喷嚏，别的国家的经济就已经感冒了。从概念上来说，经济全球化是指各国的经济存在着密切的联系并朝着经济一体化的趋势发展，一个国家的繁荣和衰退在不同程度上受到世界其他国家的繁荣和衰退的影响。经济全球化是通过国际贸易的全球化、直接投资的全球化和国际金融的全球化实现的。

贸易全球化趋势是指各国商品市场的联系日益密切并向一个整体的商品市场发展的趋势。第二次世界大战以来，世界进出口总额的增长速度持续快于世界国内生产总值的增长速度，世界市场已经扩展到世界任何一个角落，各个国家都在不同程度上被卷入世界市场。

第二次世界大战结束以来，世界物品出口贸易的年增长率持续高于世界国内生产总值的年增长率，平均来说前者是后者的1.5倍。在2016年，世界货物出口总额为110000亿美元，服务出口总额为48000亿美元。

2016年，世界上最大的5个商品出口国如下：

1.中国，20980亿美元。

2.美国，14550亿美元。

3.德国，13400亿美元。

4.日本，6450亿美元。

5.荷兰，5700亿美元。

2016年，世界上最大的5个商品进口国如下：

1.美国，22510亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2. 中国，15870亿美元。

3. 德国，10550亿美元。

4. 英国，6360亿美元。

5. 日本，6070亿美元。

2016年，世界上最大的5个服务出口国如下：

1. 美国，7330亿美元。

2. 英国，3420亿美元。

3. 德国，2680亿美元。

4. 法国，2360亿美元。

5. 中国，2070亿美元。

2016年，世界上最大的5个服务进口国如下：

1. 美国，4820亿美元。

2. 中国，4520亿美元。

3. 德国，3110亿美元。

4. 法国，2360亿美元。

5. 英国，1950亿美元。[1]

另外，到2017年，全世界已有164个国家或地区加入了世界贸易组织，世界上已没有哪一个国家或地区没有参与国际贸易。由此可见，贸易已经全球化了。

长期以来，在世界各国，都存在贸易自由和贸易保护的争论。经济决策者们在选择适合于本国的贸易政策。但在现实的世界里，既不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

可能存在完全的自由贸易，也不可能存在完全的贸易保护，各国对贸易政策的选择处于完全的自由贸易和完全的贸易保护之间。



世界上按吞吐量和集装箱计算均为第一的港口——中国上海港

对于经济发展水平较高、出口商品的竞争力较强的国家来说，它们主张自由度更高的贸易政策，它们可以通过国际贸易得到更多的利益。对于经济发展水平较低、出口商品的竞争力较弱的国家来说，它们主张保护性更强的贸易政策，希望以此来扶持国内产业的发展。

但是，如果一个国家实行自由的贸易政策，另一个国家实行保护的贸易政策，将对实行自由贸易政策的国家造成不利影响。如果实行自由贸易政策的国家反过来对实行保护贸易政策的国家进行报复，也会对实行保护贸易政策的国家产生不利影响。因此，各国必须进行贸易政策的协调，国际贸易政策具有多边的性质。关税及贸易总协定（GATT）和世界贸易组织（WTO）就是在这种情况下产生的。

从GATT和WTO的发展历程来看，它们是趋向于自由贸易的。实际上，GATT和WTO是在发达国家主导下缔结和成立的，GATT和WTO之所以趋向于自由贸易是因为发达国家倾向于自由贸易。由此可见，GATT和WTO具有双重性质：一方面，它们建立了国际贸易的准则和解决贸易争端的机制，这对于维护国际贸易的秩序和促进世界经济的发展具有积极意义；另一方面，尽管发展中国家可以采取适当的贸易保护政策来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

扶持年幼工业，能够享受发达国家单方面给予的普遍优惠制，但这些待遇毕竟是很有限的，GATT和WTO是对贸易利益进行有利于发达国家的再分配的一种贸易制度安排，发达国家可以从趋向于自由的贸易政策中获得巨大的利益。

不少激进经济学者对WTO持批评态度。例如，阿明（S.Amin）在评论WTO时曾经指出：WTO的支持者们认为，自由贸易有利于国际贸易的扩大，而国际贸易的扩大有利于各国的经济增长。然而历史证明，国际贸易扩大是各国经济增长的结果，而不是经济增长的原因。在各国经济迅速增长的时期，即使存在着高关税以及其他形式的贸易保护，国际贸易仍然迅速扩大。在各国经济增长减缓的时期，即使降低了关税和减少了其他形式的贸易限制，国际贸易仍然发展缓慢。另外，自由贸易的拥护者认为，征收关税给一个国家消费者带来的损害要大于征收关税所增加的收益。然而历史证明，一个国家从生产力的提高所得到的利益远比从比较优势得到的利益更重要。[2]

在笔者看来，阿明的观点过于偏激，但却是深刻的。国际贸易与经济增长是互动的。经济增长会促进国际贸易，国际贸易也会促进经济增长。不能只说国际贸易是经济增长的原因，也不能只说经济增长是国际贸易的原因。关键的问题在于WTO是在当今世界一种不公平和不合理的国际贸易格局下推进自由贸易的，而这种不公平和不合理的国际贸易格局又带有深刻的宗主国对殖民地的剥削和掠夺的烙印。

显然，WTO制定的国际贸易规则对发达国家是有利的。阿明看法的深刻之处在于，如果一个国家或一个民族将自己的发展希望寄托在从比较优势中得到贸易利益，那么就太幼稚了。发展中国家在现行国际贸易格局下仅仅按照比较优势的原则参与国际分工和国际贸易，是不可能从根本上改变本国经济不发达的状况的。它们只有不断提高本国社会生产力水平，才能促进本国经济的发展。

既然WTO是有利于发达国家的一种贸易制度安排，那么发展中国家为什么要加入WTO？确实，在WTO规则下，发展中国家得到的贸易利益远远少于发达国家。但是，如果发展中国家不加入WTO，可能连这些贸易利益都得不到。作为WTO的非成员国，它不受WTO规则约束，但也没有相应的权利。它可以对别的国家的出口商品征收高关税，别的国家也可以对它的出口商品征收高关税，双方发生贸易争端没有有效的机

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

制或方法来解决。这样，这个国家将倾向于自给自足，不能利用国际贸易来加快国内经济的发展。

发达国家和发展中国家经济发展水平的差异决定了这种国际贸易格局，发展中国家拒绝这种格局并不能改变这种格局，而只会损害自己的利益。相反，如果发展中国家加入WTO，尽管它与发达国家相比不可能得到同等的贸易利益，但它与自己相比将有更多的发展机会。它有可能利用发达国家产业结构调整的机会来发展某些产业，推动国内经济的发展。

正因为这样，不但发达国家主张自由贸易的政策，发展中国家也逐渐实行比较自由的贸易政策，贸易趋向于全球化。

[1] WTO. World Trade Statistics 2017. https://www.wto.org.
[2] S Amin. Capitalism in the Age of Globalization[J]. ZED Books, 1997.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

谁都是投资东道国

投资的全球化是指世界各国相互之间进行直接投资，商品的生产越来越趋向于国际化的趋势。第二次世界大战以来，国际直接投资迅速增长。

2016年，世界上最大的5个对外直接投资国如下：

1. 美国，2990亿美元。

2. 中国，1830亿美元。

3. 荷兰，1740亿美元。

4. 日本，1450亿美元。

5. 加拿大，660亿美元。

2016年，世界上最大的5个接受直接投资的国家或地区如下：

1. 美国，3910亿美元。

2. 英国，2540亿美元。

3. 中国内地，1340亿美元。

4. 中国香港，1080亿美元。

5. 荷兰，920亿美元。[1]

随着对外直接投资的发展，出现了很多“富可敌国”的跨国银行和跨国公司。根据2017年《财富》杂志公布的世界500强公司的排名，前10名的公司均为跨国公司，它们的排名和营业收入情况如下：

1. 沃尔玛，美国，营业收入4821亿美元。

2. 国家电网，中国，营业收入3296亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

3. 中国石油天然气集团公司，中国，营业收入2992亿美元。

4. 中国石油化工集团公司，中国，营业收入2943亿美元。

5. 荷兰皇家壳牌石油公司，荷兰，营业收入2722亿美元。

6. 埃克森美孚，美国，营业收入2462亿美元。

7. 大众公司，德国，营业收入2366亿美元。

8. 丰田汽车公司，日本，营业收入2366亿美元。

9. 苹果公司，美国，营业收入2337亿美元。

10. 英国石油公司，英国，营业收入22690亿美元。



世界上最大的跨国公司——沃尔玛

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这些跨国公司规模巨大到什么程度呢？如果将这些跨国公司的营业收入与世界各个国家的国内生产总值比较，沃尔玛能够排到世界各国第26位，国家电网能够排到世界各国第39位，中国石油天然气集团公司能够排到世界各国第40位，如此等等。

外国直接投资对东道国具有双重影响。它的有利影响表现为：它促进了东道国的资本形成，提高了东道国的生产能力；它增加了东道国的就业，培养了一批产业工人；它给东道国带来工资、租金和赋税收入。它的不利影响表现为：它挤压了东道国的企业，不利于东道国民族企业的发展；它排挤东道国的产品品牌，东道国民族品牌趋向减少；它一旦支配了东道国重要的产业，就控制了东道国的经济命脉。

因此，各国对待外国直接投资的政策目标是尽可能发挥外国直接投资的有利影响，抑制外国直接投资的不利影响。但是，不同的国家由于经济、政治、社会、文化的特点不同，它们对外国直接投资的政策千差万别。

一般来说，发达国家的经济发展水平较高，经济体制比较健全，法律体系比较完善，外国直接投资对它们可能产生的不利影响较小，它们对外国直接投资的限制较少。而发展中国家经济发展水平较低，经济体制不健全，法律体系不完善，外国直接投资对它们可能产生的不利影响较大，它们对外国直接投资的限制较多。

在发达国家之间，有的国家的民族性比较强，对外国资本的垄断和控制具有强烈的防范心理，对外国直接投资的限制就多一些。在发展中国家之间，有的国家经济十分落后，它们更希望通过外国直接投资的方式摆脱贫困，对外国直接投资的限制就少一些。

在20世纪80年代以前，发达国家对外国直接投资已经采取比较宽松的政策，但宽松的程度有所不同。宽松程度较高的国家是美国、英国、德国、荷兰等国家，除了在某些特定产业对外国直接投资予以限制以外，它们对外国直接投资一般没有什么进入限制。宽松程度其次的国家是瑞典、挪威等国，除了在某些特定产业对外国直接投资予以限制以外，它们对外国直接投资还有进入限制，如本国居民在公司董事会必须占有多数，限制外国企业取得本国公司的股权等。宽松程度较低的国家是加拿大、法国、日本等国。它们对外国直接投资有更多的进入限制。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

进入20世纪90年代以后，各个发达国家朝着继续放宽对外国直接投资的限制的方向发展，如降低对本国居民拥有股权的比例的要求，放宽外国企业收购和兼并本国企业的限制等。但各个发达国家政策宽松程度的结构基本没有什么变化。日本仍然是发达国家中对外国直接投资限制最多的国家。这就是说，日本只愿意对外直接投资，不愿意接受外国直接投资。

发展中国家对外国直接投资的限制从总体上多于发达国家。但是，它们从趋势上不断地放宽对外国直接投资的限制。20世纪90年代以来，许多发展中国家还不断用税收优惠的方式吸引外国直接投资。

从全世界的角度看，由于各个国家解除或者放宽了对外国直接投资的限制，直接投资趋向于全球化。

[1] UNSTAD. World Investment Report, 2017. http://unctadstat.unctad.org.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

席卷世界的资金融通

金融全球化趋势是指各国金融市场的联系日益密切并向一个整体的金融市场发展的趋势。因此，金融全球化的过程就是世界金融市场形成和发展的过程。20世纪60年代欧洲货币市场和欧洲债券市场这两种真正的国际金融市场的形成，标志着金融全球化的开始。70年代以后随着金融工具的创新、金融市场的发展、对资本管制的放宽、金融交易技术的进步，各国国内金融市场也趋向国际化，这一切都推动了金融全球化的进程。

据国家清算银行的统计资料，到2017年第一季度，世界银行业跨国债权是147741亿美元，跨国债务是140234亿美元，非银行机构跨国债权是124925亿美元，跨国债务是83120亿美元。尚未偿还的国际债券是217490亿美元，其中银行发行的国际债券是64270亿美元，非金融公司发行的国际债券是32690亿美元，政府发行的国际债券是16510亿美元。

2016年，世界柜台市场外汇交易量是50670美元，其中即期外汇交易是16520亿美元，远期外汇交易是7000亿美元，外汇互换交易是23780亿美元，货币互换交易是820亿美元，外汇期权交易是2540亿美元。[1]从这些数据可以看出，世界上估计没有什么国家没有被卷入国际资金融通之中。

国家与国家之间，企业、机构、政府相互借贷形成了错综复杂的债权债务关系，如果一个国家的债权大于债务，称为净债权国，相反则称为净债务国。

2015年，世界上最大的5个债权国家或地区如下：

1. 日本净债权28885亿美元。

2. 德国净债权16202亿美元。

3. 中国大陆净债权15965亿美元。

4. 中国台湾净债权15391亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

5.中国香港净债权9791亿美元。

2015年，世界上最大的5个债务国如下：

1.美国净负债73568亿美元。

2.西班牙净负债60000亿美元。

3.澳大利亚净负债6894亿美元。

4.法国净负债5079亿美元。

5.意大利净负债4749亿美元。

2016年，世界上最大的10家银行如下：

1.中国工商银行，中国。

2.中国建设银行，中国。

3.中国农业银行，中国。

4.中国银行，中国。

5.摩根大通，美国。

6.富国银行，美国。

7.汇丰控股，英国。

8.花旗银行，美国。

9.美国银行，美国。

10.桑坦德银行，西班牙。

尽管这些银行国际化程度可能不同，但都是跨国银行。例如，中国工商银行已经在境外46个国家和地区开设了分支机构。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

金融全球化的根本成因是金融资本由它的本质所决定的对利润的追逐。金融资本形成以来，一直处在扩张的冲动之中。金融资本对利润的追逐，必然要求跨越国境而向全世界发展。在20世纪80年代以前，金融资本对外扩张主要采取银行贷款的形式。在20世纪80年代以后，跨国证券投资也开始发展起来。只要有可能，金融资本必然向世界各个角落渗透以获取高额利润，这是金融全球化的根本原因。



世界上最大的银行——中国工商银行

金融全球化的政策原因是各国相继放松对货币资本流动的限制。发达国家为了扩大资金融通的途径，既为货币资本的流出也为资金的流入提供便利；发展中国家则为了促进国内金融市场的发展，取得外国的资金，纷纷放松对货币资本流动的限制，使金融全球化成为可能。

金融全球化的客观基础是各国金融市场的发展。发达国家的金融市场经过上百年甚至数百年的发展，已形成较为成熟的市场体系。发展中国家20世纪七八十年代以来也越来越强烈地意识到资金融通对于经济发展的重要意义，努力推动金融市场的建立和发展。发展中国家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不仅在金融市场规模上不断扩大，而且在金融市场深度上也不断提高。

据统计，到20世纪90年代中期，部分发展水平较高的发展中国家如智利、韩国、马来西亚、墨西哥、新加坡的股票市场深度即股票资本化价值占国内生产总值的比例已高于部分发达国家如德国、法国、意大利等国。[2]发展中国家的金融市场的发展使金融全球化不只限于发达国家，而成为全球意义上的一体化。

金融全球化的技术原因是金融创新和电子计算机技术的进步。20世纪80年代的金融带来了金融衍生工具，如互换、期货、期权，这些金融衍生工具加强了各国金融市场的联系，使各国金融市场更加密切地联系在一起。例如，货币互换产生以后，人们可以互相交换不同利率和不同货币的债权和债务，从而不仅把各国的借贷市场联系在一起，而且把各国的借贷市场和外汇市场联系在一起。另外，电子计算机技术的发展使金融市场广泛采用计算机系统甚至互联网传递和处理信息以及达成交易，从而扩大了金融市场的覆盖范围和加强了金融市场之间的联系，推动了金融全球化。目前，金融全球化已发展到比较高的程度。

首先来考察外汇市场。外汇市场是世界上最大的金融市场，它每天进行巨额的外汇交易，交易的币种主要有美元、欧元、日元、英镑、瑞士法郎、加元、荷兰盾、澳大利亚元等。各主要国家的外汇交易中心分处不同的时区，外汇市场是一个24小时运转的市场。如果从东京开始，依次是中国香港、新加坡、巴林、法兰克福、苏黎世、伦敦、纽约、洛杉矶、悉尼。

其次来考察欧洲货币市场。欧洲货币市场是进行境外货币借贷的市场，或者实行与国内借贷市场不同的管理体制的市场。目前，已经形成的欧洲货币中心主要分布在5个地理区域：西欧区，包括伦敦、苏黎世、巴黎、海峡群岛；加勒比海和中美洲区，包括开曼群岛、巴哈马群岛；中东区，包括巴林；亚洲区，包括新加坡、中国香港、东京；美国，包括允许设立国际银行便利的各州。

再来考察国际资本市场。国际资本市场包括国际长期借贷市场、国际债券市场、国际股票市场、国际债券期货市场、国际债券期权市场。世界各大公司不仅在本国的资本市场上融通资金，而且在国际资本市场上融通资金，国际证券在总的证券中的比例不断提高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

由此可见，金融也趋向于全球化。

[1] BIS. Statistics. http://www.bis.org.
[2] 国际货币基金组织. 世界经济展望[M]. 北京：中国金融出版社，1995.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

经济全球化的利益分配

贸易全球化带来了什么

在贸易全球化的过程中，发达国家得到了大部分的利益。由战前帝国主义列强对殖民地和半殖民地的贸易掠夺演变而来的战后发达国家和发展中国家不平等的国际贸易格局，使发达国家对发展中国家的贸易享有三重贸易利益。

发达国家第一重贸易利益是发达国家工业制品出口对发展中国家初级产品出口的贸易利益。在国际贸易中，初级产品如农产品、矿产品等相对于工业制品的贸易条件在恶化，即要用越来越多的初级产品才能交换到一定数量的工业制品。在现行的国际贸易格局中，发展中国家主要向发达国家提供初级产品，而发达国家主要向发展中国家提供工业制品，这样就使发达国家获得了工业制品对初级产品贸易的利益。

发达国家第二重贸易利益是发达国家在发展中国家制成品出口中所获得的贸易利益。在第二次世界大战以后，发展中国家出口工业制品的数量和比例都在增加。如果说出口工业制品可以得到更多的贸易利益，那么发展中国家工业出口中相当大一部分出口是设在发展中国家的发达国家企业的出口，所以这部分利益也被发达国家所得到。

另外，即使是发展中国家企业的出口，发达国家也在工业制品的增值链中获得了贸易利益。首先，发展中国家企业在生产工业制品的过程中，所需要的机器设备部分来自发达国家，这部分价值所代表的利益被发达国家所得到。其次，发展中国家厂商在生产工业制品的过程中，往往依赖于发达国家的技术，因而需要向发达国家交纳各种专利费用，这部分价值所代表的利益也被发达国家所得到。最后，发达国家在工业制品的品牌上具有优势，发展中国家厂商生产工业制品往往采用来料加工、贴牌生产的方式，它们只得到少量的加工费，大部分贸易利益被发达国家得到。

发达国家第三重利益是发达国家的货币是国际储备货币的利益。美元等发达国家的货币是国际储备货币，是国际清偿手段。发展中国家要从事对外经济活动，必须要持有国际储备货币。发展中国家不得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不把它们通过向国际商品市场提供资源、物品、劳务所得到的国际储备货币保留下来以用于国际支付。从理论上说，发展中国家持有的国际储备货币可以随时用于购买发达国家的物品和劳务。但在实际上，发展中国家出于国际清偿的需要总是保留一部分国际储备货币。

尽管发展中国家持有的这部分国际储备货币一般存放在发达国家的银行或购买发达国家的国库券和政府债券，从而可以得到利息收益，但利息收益仅仅是国际储备货币价值中很小的一部分，这意味着发达国家可以无偿享有发展中国家以万亿美元计算的财富。发达国家享有的这部分利益相当于中央银行在所在国所享有的利益。

例如，假定发展中国家通过商品的出口得到了国际储备货币，其中10000亿美元作为外汇储备保留下来。再假定它们将这10000亿美元的外汇储备用来购买发达国家的国库券和政府债券，得到3%的年利率。在这种情况下，一方面发展中国家为发达国家的政府支出提供了融通资金，另一方面发达国家还可以以3%的价值为代价得到100%价值的财富。只要国际货币制度不改变，发展中国家将继续保留国际储备货币，发达国家就可以占有这部分贸易利益。

贸易全球化给各国带来了不同的利益，同时也带来了经济周期和通货膨胀的传递。

第一，国际贸易传递着国内生产总值的扩张和收缩。首先，当一个国家的国内生产总值增加时，居民的收入趋向于增加，居民一方面增加对国内商品的消费支出，另一方面增加对外国商品的消费支出，从而导致进口的增加。其次，在一个国家国内生产总值的增加过程中，厂商需要投入更多的原材料和机器设备，而这些原材料和机器设备不可能完全由国内厂商提供，从而导致进口的增加。最后，当一个国家的国内生产总值增加时，政府的财政收入也在增加，政府将相应增加支出。在政府增加对进口商品的支出时，将导致进口的增加。一个国家的进口就是别的国家的出口，别的国家出口的增加将导致国内生产总值的增加。这样，通过国际贸易一个国家国内生产总值的增加将传递到别的国家。根据同样的道理，一个国家国内生产总值的减少也会传递到别的国家。

第二，国际贸易传递着通货膨胀和通货紧缩。在这里，通货膨胀表示价格水平的上升，通货紧缩表示价格水平的下降。如果一个国家发生了通货膨胀，出口商品的价格上升，在外国不得不进口这些商品

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的条件下，如果这些商品是原材料和机器设备，外国的生产成本将会提高，价格水平将会上升；如果这些商品是消费品，外国的价格水平也将上升。这样，一个国家的通货膨胀通过国际贸易传递给外国。相反，如果一个国家发生了通货紧缩，出口商品的价格下降，外国将增加对这些商品的进口，外国的生产成本和价格水平将会下降。这样，一个国家的通货紧缩也通过国际贸易传递给外国。

美国2007～2008年金融危机的效应可以说明这一点。美国市场是中国第二大出口市场，美国发生金融危机以后，美国的消费支出减少，2008年第三季度比第二季度下降3.1%，这是美国28年来的最大降幅，也是美国自1991年年底以来首次下降。美国消费支出的减少导致进口的减少，也就是导致中国出口的减少。美国发生金融危机以来，我国企业来自美国的定单大幅度减少，被美国企业拖欠的出口货款迅速增加，导致我国沿海地区大量生产出口商品的中小企业倒闭。2008年前7个月，我国对美出口1403.9亿美元，增长9.9%，增长速度下降了8.1个百分点，这是自2002年以来我国对美出口增长速度首次回落到个位数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

投资全球化带来了什么

在投资全球化的过程中，同样是发达国家得到了大部分的利益。发达国家既是主要的对外直接投资国，又是主要的外国直接投资接受国。由于发达国家具有优势，它们能够充分获得对外直接投资和接受外国直接投资的利益，又能够减少接受外国直接投资所带来的不利影响，因而它们可以享受投资全球化的好处。

从对外直接投资的角度来分析，一个国家之所以要对外直接投资，是因为国内资本已经相对过剩，资本在国内的利润率比较低。因此，资本必然流出国境，去追逐更高的利润。另外，对外直接投资可以在世界范围内安排生产和销售，这样就可以充分利用各个国家社会资源的优势。哪个国家劳动力便宜，就到哪个国家加工；哪个国家原材料充裕，就到哪个国家生产。资本通过这种方式可以有效地降低成本和提高利润。

对于发达国家的企业来说，它们除了能够获得这些利益以外，还获得额外的利益。发达国家的企业具有技术上的、资金上的、管理上的、销售上的优势，当它们对发展中国家直接投资时，它们有可能在东道国市场上形成垄断，甚至控制了东道国的经济命脉。这样，它们还可以获得垄断利润。

发达国家长期以来一直争论这样一个问题：对外直接投资是否会导致产业的空心化，从而对母国的生产能力造成不利影响？从表面上看，随着发达国家一批制造业转移到国外，产品的制造从国内转向国外，国内的生产能力将会下降。但是，什么是一个国家的生产能力呢？

如果将一个国家的生产能力仅仅理解为现场操作工人开动机器设备制造产品，那么由于对外直接投资将产品的制造过程从国内转移到国外，它毫无疑问将导致母国生产能力的下降。但在实际上，现场操作工人的生产能力是一个国家的生产能力中最不重要的一种能力。随着科学技术的发展，产品的制造过程趋向于自动化。操作工人是母国的工人还是东道国的工人，对母国生产能力的影响是微不足道的。一个国家的生产能力最重要的是研究开发的能力、掌握核心技术的能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

力、经营管理的能力等。显然，发达国家对外直接投资并不损害这些生产能力。书籍免费分享微信 jnztxy 朋友圈每日更新

从接受外国直接投资的角度来看，接受外国直接投资对东道国具有双重影响。一方面，它促进了东道国的资本形成，增加了东道国的就业，给东道国带来工资、租金和赋税收入；另一方面，它挤压了东道国的企业，排挤了东道国的产品品牌，并有可能支配东道国重要的产业。正如前面指出的那样，由于发达国家的技术水平较高，经济体制比较健全，法律体系比较完善，外国直接投资对它们可能产生的不利影响较小，它们可以获得外国直接投资的利益而很少受到外国直接投资的不利影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

金融全球化带来了什么

在金融全球化的过程中，仍然是发达国家得到了大部分的利益。各个国家在国际商品市场上的交易用的是发达国家的货币，各个国家在国际金融上的借贷用的也是发达国家的货币，这样发达国家的货币就获得了特权，它们通过这种特权获得了巨大的利益。

1944年，一种称为布雷顿森林体系的货币制度形成以前，黄金是国际支付手段，各国用黄金进行商品的贸易、资金的借贷，某个国家的货币没有特权。在布雷顿森林体系形成以后，美元取得了等同于黄金的地位，美元具有特权。但是，美元的特权是以黄金做保证的，各国政府持有美元可以向美国政府兑换黄金。

在1973年布雷顿森林体系解体以后，各国保留发达国家的货币并用于国际支付和国际借贷，发达国家的货币成为国际储备货币，从而获得了特权：发达国家可以用本国货币来支付它们的国际收支差额。由于这些国际储备货币没有黄金或白银作为保证，各国持有的国际储备货币最终只是具有对这些发行国的商品的购买权。又由于各国不会将得到的国际储备货币马上化掉而会将它们保留在手上，发达国家实际上得到了铸币税的收益。

所谓铸币税的收益，是指发行货币具有的购买力与发行成本的差额的收益。例如，美国发行100美元并用于购买外国的商品，它得到了价值100美元的商品，但它印刷美元的成本不到1美元。从理论上说，各国持有的国际储备货币可以随时用于购买这些发行国的商品，但实际上，只要美元还是国际储备货币，各国都要保留美元以用于必要的国际支付，这样发达国家可以占有世界各国巨额的财富。

据国际货币基金组织统计，到2016年第三季度，世界各国官方的外汇储备共有110100亿美元。由于发达国家的货币是国际储备货币，它们不需要保留太多的外汇，而发展中国家由于本国货币不是储备货币，它们必须大量储备外汇，发展中国家的外汇储备占了世界外汇储备的约75%。在这些外汇储备中，美元占63.3%，欧元占20.3%，日元占4.5%。这就是发达国家占有的世界各国，特别是发展中国家的财富。

金融全球化实际上是金融资本向全世界扩张形成的，发达国家特别是美国是拥有金融资本最多的国家，所以发达国家在金融全球化的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

过程中处于控制和支配地位。由此可见，金融全球化实际上是发达国家货币资本的全球化，发达国家，特别是美国在世界各个金融领域中处于统治和支配地位。在现行的国际货币制度下，美国等少数发达国家获得了金融全球化的绝大部分的利益，而广大的发展中国家只能分享剩下的小部分的利益。

金融全球化给不同的国家带来不同的利益，同时也造成了经济病在不同国家之间的传染。由于各个国家的金融机构相互联系，一个国家，特别是主要国家的金融动荡会传导到别的国家。美国2007～2008年的金融危机就是一个很好的例子。

美国金融危机的传染主要通过两个渠道实现。第一个渠道是美国金融资产的贬值造成了别的国家金融机构的损失，从而导致别的国家金融机构破产，甚至导致别的国家爆发金融危机。

以与美国金融机构联系还不算密切的中国金融机构为例。截至2007年6月底，中国工商银行持有美国次级抵押贷款债券12亿美元。中国银行持有美国次级抵押贷款89.65亿美元，信用等级为AAA的债券占了75.38%；持有美国次级抵押贷款债券仅6.82亿美元，信用等级为AAA的债券占了81.80%。据2007年第30期《证券市场周报》估计，在2007年美国次级债务危机中，中国银行亏损额最大，约为38.5亿元人民币。建设银行、工商银行、交通银行、招商银行及中信银行的亏损分别是5.76亿元人民币、1.20亿元人民币、2.52亿元人民币、1.03亿元人民币、0.19亿元人民币。

另外，到2008年第三季度末，我国中国银行、建设银行、工商银行、招商银行持有外国债券分别为189.6亿美元、22.4亿美元和42.0亿美元、35.2亿美元。中信银行持有外国债券37.9亿美元，持有房利美公司和房地美公司担保的债券10.7亿美元，以及房利美公司和房地美公司发行的债券1.5亿美元。这些债权都会在不同程度上遭受损失。

对于那些与美国金融机构存在密切关系的欧洲金融机构来说，受到的损失就更大了。例如，德国第二大银行德国商业银行由于美国金融危机的影响，2008年第三季度净亏损为28500万欧元，它的股票价格自2008年年初以来下跌达67%。该银行濒临破产，德国中央银行不得不给予它救助。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第二个渠道是美国的信贷收缩导致别的国家无法正常地取得资金，从而导致别的国家的金融机构甚至整个经济陷入困境。

例如，冰岛国内生产总值约为190亿美元，但是借入的外债高达1380亿美元。美国发生金融危机以后，资金链条中断，冰岛面临国家破产危机。

再如，美国发生金融危机以后，美国资金撤离乌克兰和匈牙利，结果造成这两个国家外汇储备急剧减少，货币汇率大幅度贬值，股票价格下跌，引发这两个国家的金融危机。乌克兰有1家银行倒闭，13家银行处于破产边缘，金融体系有崩溃的危险。匈牙利福林对欧元的比率急速下跌，已经接近历史最低位，仅仅在10月份福林就已经贬值了14%。

发达国家在经济全球化中得到了大部分利益，但这不意味着发展中国家没有得到利益。中国就是一个典型的例子。例如，据测算，在每台iPhone苹果手机的价值分配中，美国、日本和韩国的企业凭借设计提供技术支持分别获得49.4%、34%和13%的价值分成，而制造苹果手机的中国企业得到的价值不到4%。但是，中国也是经济全球化重要的受益者。尽管改革开放以后很长的一段时间里中国的对外贸易很大一部分是加工贸易，但是凭借加工贸易，中国增加了就业，增加了收入，增加了税收，从而积累起原始资本。再加上引进外商直接投资，加快了资本形成，解决了之前劳动力丰富而物质资本极为短缺的困境，使中国经济迅速发展。中国国内生产总值从1979年到2014年以平均10%的速度发展，创造了人类社会经济增长的奇迹，对外开放功不可没。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

金融自由化与金融战争

金融自由化的趋向

金融全球化是经济全球化的一个组成部分，在经济全球化的过程中，金融也在自由化。金融自由化有双重含义：放松对国内金融的管制和放宽对资本跨国流动的管制。

金融自由化开始于20世纪70年代，在90年代以后出现加速的趋势。金融自由化主要表现在放松对资本项目下货币汇兑的限制、对外国居民投资本国证券的限制、对外国金融机构经营国内金融业务的限制等。

在这里，资本项目是一个国家国际收支的主要项目，国际收支是一个国家对外经济活动的外汇收支的记录，而资本项目反映资本流动所带来的外汇收支的变化。例如，外国企业到本国投资，本国将得到外汇；本国银行对外贷款，本国将支出外汇。这些收支都表现在资本项目下。

到20世纪90年代中期，发达国家已经基本上取消了对国际资本流动的汇兑管制。这就是说，外国资本流入本国，可以允许兑换为本国货币；外国资本流出本国，可以允许兑换为外国货币。另外，除了某些国家在不同程度上保留了对与国际贸易无关的外国银行的信贷，对外国在某些行业的投资、对外国买卖房地产和证券某些方面的限制以外，发达国家已放松或取消了对国际资本流动的限制。与此同时，部分发展中国家也实行了资本项目的货币可兑换，放松或取消了对外国居民到本国进行证券投资的限制。在金融自由化浪潮的推动下，国际资本流动的规模在不断扩展。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

利益和风险同在

随着经济全球化，国与国之间经济依赖性增强，国际资本流动的利益日益显露出来。发达国家在国际经济活动中处于强势，为了能够在国际资本流动中获得更大的利益，它们在积极推动贸易自由化以后，又积极推动投资的自由化和金融的自由化，并在金融自由化的过程中得到了大部分的利益。发展中国家在国际经济活动中处于劣势，它们在得到小部分利益的同时却承担大部分的风险。

应该肯定，金融自由化会同时给发达国家和发展中国家带来利益，否则发达国家的资本不会外流，发展中国家也不会放宽对资本流入的限制。金融全球化带来的共同利益表现在它所导致的货币资本更大规模地在各国之间流动对社会资源配置的影响上。

例如，国际资本流动推动了国际贸易的发展。这种推动作用不仅表现在出口信贷的提供上，而且表现为贸易顺差国向逆差国融通资金。在这里，出口信贷是指出口国向进口国发放贷款，使进口国可以进口出口国的商品。顺差国向逆差国融通资金是指顺差国向逆差国发放贷款等。正是资本的流动突破了国际贸易的支付限制，扩大了国际贸易的规模，对商品出口国和商品进口国都带来了贸易的利益。

又如，国际资本流动使社会资源得到更有效的配置。在世界各国，各种社会资源的充裕程度是不同的，有的国家资本充裕而有的国家资本缺乏。资本流动使资本得到更为合理的配置，既提高了资本流出国资本的收益，又促进了资本流入国经济的发展。

再如，资本的流动提高了资本市场的效率。在现代经济的发展中，资本市场发挥了重要的作用。但是，对于许多国家来说，特别是对于发展中国家来说，资本市场的发展还比较落后。允许外国货币资本进入本国的资本市场，有利于促进本国资本市场的发展。与此同时，货币资本流出国也获得更多的投资机会和更高的投资收益。

发达国家除了得到上述共同的利益以外，还得到下述特殊的利益：正如前面所指出的，由于美元等发达国家的货币是国际储备货币，各国不得不把它们通过向国际市场提供资源、物品、劳务所得到的美元保留下来以用作外汇储备，各国持有的这部分国际储备货币又一般存放在发行国的银行或购买发行国的国库券和政府债券，这就使

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

美国等发达国家不但可以无偿享有世界各国以万亿美元计算的财富，而且获得低成本的资金来源。美国等发达国家享有的这部分利益相当于中央银行在所在国所享有的利益。

发展中国家在得到上述共同利益的同时，则承担较大的风险。

例如，国际资本的流动会带来各国外汇储备的急剧变化和汇率的剧烈波动，从而带来外汇市场的动荡。资本流入的时候，发展中国家的外汇储备大幅度增加。当它们使用这些外汇储备购买技术、设备或商品的时候，如果资本突然流出，发展中国家的外汇储备就会变得不足。这意味着人们要购买外汇但本国已经没有这么多外汇供给，外汇供不应求，外汇汇率升值。所谓外汇汇率是外汇兑换本国货币的比率，外汇汇率升值也就是本国货币贬值。

又如，国际资本的流动会带来各国金融工具供求和价格的剧烈波动，从而带来金融市场的动荡。外国资本在一个国家的股票市场上大量买进股票，股票价格就上升；大量卖出股票，股票价格就下降。发展中国家的金融市场还不够成熟，金融监管的经验还不够丰富，因而所受的不利影响较大。

再如，国际资本流动的自由化有可能造成发展中国家的资本外流。在许多发展中国家，由于政治和经济的环境不稳定，人们希望把持有的本国的金融资产转变为收益率较低但风险较小的外国金融资产，因而造成本来就十分缺乏的资本外流。

在金融自由化的过程中发展中国家和发达国家的利益是不均等的，甚至是极不均等的。但是，金融全球化是一个不以人们的意志为转移的客观过程，因利益分配不均等而拒绝参与这个过程将意味着经济的停滞和落后，这样连原来可以得到的一些利益也将得不到。因此，发展中国家不得不参与到金融全球化的过程。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

金融战争在这里发生

显然，如果各个国家对资本流动是限制的，国际资本不可能对一个国家的金融市场发起投机性冲击，也就不可能发生金融战争。正是金融自由化给国际资本在世界范围内横冲直撞提供了可能，它们一旦发现有利的投机机会，大规模的金融风潮就会掀起，金融战争就会爆发。面对那些规模巨大的机构投资者，处于劣势的发展中国家往往无力反抗，结果触发了发展中国家的金融危机，并对发展中国家的经济造成破坏性的影响。

在弱肉强食的现实世界里，广大的中小发展中国家基本上处于任人宰割的状态。与贸易自由化、投资自由化相比，金融自由化给发展中国家带来的利益最小，产生的风险最大。20世纪90年代以来，受金融危机损害最大的国家，往往是金融自由化步伐最快的国家，如泰国、巴西、阿根廷等。

当然，金融资本的本性决定了哪里有利可图它就扩张到哪里，而不管对方是发达国家（或地区）还是发展中国家（或地区）。但由于发展中国家（或地区）在金融市场上处于弱者的地位，它们所受的损害更大。墨西哥1994年的金融危机、泰国等东南亚国家1997年的金融危机、我国香港1997年和1998年的金融风潮都说明了这一点。不能否认，这些国家或地区的金融危机或金融风潮有着重要的内部原因，但也不能否认外国机构投资者大规模的投机所起的作用，更不能否认外国金融资本在这些金融危机或金融风潮中获得了丰厚的利润。

目前，被称为热钱的金融资本在世界范围内游荡着。在一般情况下，它们的频繁流动导致一些货币被买进而另一些货币被卖出，从而导致汇率的变动。另外，它们的频繁流动导致一些金融工具被买进而另一些金融工具被卖出，从而导致金融工具价格的变动。“热币”的这些影响是“温柔”的影响，从某个角度来看它们还有助于金融工具向理性价格的回归。

但是，一旦出现重大的投机机会，热钱将会显示出它们的狰狞面目。它们像一群鳄鱼，张开血盆大口，毫不留情地吞食着它们的食物。它们也像一群恶狼，群起攻击，撕咬着它们的猎物。这就是金融战争！人们常问：索罗斯是妖魔鬼怪吗？可以肯定地回答：不是，他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是一个普通的人。但是，他是资本的化身，他的所作所为不是他个人道德的问题，而是一种资本的天性。

反思与启示

尽管中国为经济全球化面临着巨大的挑战，但是中国也是经济全球化的受益者。中国利用经济全球化的机会，实行对外开放，推动了中国经济的迅速发展。但是，对于未来，中国政府需要思考两个问题：第一，在经济全球化的过程中，中国作为一个发展中国家仅得到了小部分利益，西方发达国家得到了大部分利益。如果说中国在资本原始积累时期不得不忍受这种极不合理的利益分配格局，那么中国在度过了资本原始积累时期以后应该如何争取更多的经济利益？第二，经济全球化是一个不以人们意志为转移的过程，中国还会在更大程度上卷入经济全球化。但是，随着中国货币和金融的开放，中国也面临着更大的金融风险。因此，中国政府必须谨慎地应对这种风险，谨防在金融战争中被国际金融资本巧取豪夺。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第九章　经济的缺陷：金融战争诱因

投机性的国际金融资本总是选择某些国家或地区的薄弱环节发动金融战争。在金融战争爆发的过程中，存在着下述铁的法则：一个国家或地区经济问题越严重，金融资产发起攻击成功的概率就越高。本章将分析最易于遭受国际金融资本攻击的目标，这就是泡沫经济、严重的国际收支逆差和刚性的汇率制度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

泡沫经济的诱因

肥皂泡般的经济

虽然金融资本实力雄厚，但是一旦发生金融战争，受到攻击的国家（或地区）将动用整个国家（或地区）的力量进行反击。因此，金融战争不是随时随地都发生的。金融资本往往等待着有利的时机，当某个国家（或地区）出现比较严重的经济问题时，迅猛出击以获取暴利。一个铁的法则是：一个国家（或地区）发生的经济问题越严重，金融资本攻击成功的概率就越高；一个国家（或地区）发生的经济问题越不严重，金融资本攻击失败的概率就越高。

金融战争的诱导因素之一是泡沫经济。泡沫经济（bubble economy）是指过度投机所造成的虚假的经济繁荣。当人们掀起对某种实物资产或金融资产的投机浪潮时，该资产的价格将趋于上升。这样，在一段时期内，对该实物资产或金融资产投机都可以产生丰厚的收益。

例如，某一个投机者在某个时点上买进该实物资产或金融资产，然后在另一个时点上卖出去，由于该实物资产或金融资产的价格趋于上升，他获得了收益。另一个投机者买进了该实物资产或金融资产，再在另一个时点上卖出去，由于该实物资产或金融资产的价格继续上升，他仍然可以获得收益。

随着投机收入增加，厂商将会增加投资而居民则增加消费。在社会需求扩张的刺激下，经济会呈现一派繁荣的景象。但是，这种建立在投机基础上的经济繁荣是虚假的。由于不论是实物资产还是金融资产其价格是不可能无限制地上升的，一旦投机无法支撑这些实物资产或金融资产的价格继续上升，它们的价格就会转向暴跌，人为造成的泡沫将会破灭，虚假的经济繁荣将被经济衰退所取代。

对过度投机造成泡沫经济的最早历史记载是发生在1634～1637年荷兰的郁金香投机。在投机浪潮的推动下，参波奥古斯汀的郁金香球茎的价格达到5500荷兰盾，随后郁金香市场发生崩溃，同类郁金香球茎价格跌到最高价格时的10%。然而，在现代经济里，普通商品的投机导致泡沫经济的情况已不多见，最富有投机性的实物资产和金融资产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是房地产和股票，现代泡沫经济多产生于房地产市场或股票市场的过度投机。

现代泡沫经济的典型可能数20世纪80年代后期的日本了。

1985年9月22日，在美国纽约广场饭店举行美、英、德、法、日五国财政部长会议。五国财政部长会后发表声明，决定联合行动，有秩序地使主要货币对美元升值。该项声明被称作“广场协议”。到1987年年底，日元升幅为43.5%，德国马克、法郎、英镑的升幅分别为41.5%、35%和26.2%。

由于日本经济对出口具有很大的依赖性，日元对美元升值使日本的出口商品变得昂贵，从而导致出口的减少，日本经济出现衰退的迹象。为了刺激日本经济，日本中央银行采用了扩张性的货币政策，增加货币供给和促使日元利率下降。货币供给的增加使资金变得充裕，利率的下降使资金变得便宜，但是日本制造业的生产能力已经饱和，实际产业的投资需求并不旺盛。在这样的情况下，充裕的廉价资金进入到股票市场和地产市场。

1986年1月，日经平均指数为13000点。到1987年9月，日经平均指数已经上涨到26000点。1987年10月19日，全世界股票价格暴跌，成为“黑色星期一”。这是人类自从有股票交易以来第二次如此剧烈的股票价格下跌。第一次发生在1929年，它导致了西方发达国家陷入空前的经济萧条。但是，日本股票价格上升的步伐并没有受阻。1988年股票市场总市值超过当年达到477万亿日元，而日本当年的国内生产总值（GDP）只有387万亿日元。1989年12月29日，日经平均指数达到历史最高点38915.87点，是1986年的近3倍，日本股票的市盈率高达70.6倍。

在股票价格不断上涨的同时，日本地产价格在投机浪潮的推动下也不断上涨。在所谓“土地不会贬值”的神话的影响下，以转卖为目的的土地交易量增加，土地价格开始上升。到了1989年，东京23个区的土地价格总和已经达到了美国全部土地价格总和的水平。银行以不断升值的土地作为担保，向土地投机者大量发放贷款，刺激了土地价格的上涨。

股票和地产价格的上升带来了巨额收益和财富效应，人们争相购买豪华轿车、高尔夫会员证和各种奢侈品等，个人消费支出连年增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

长，新建住宅大量增加，整个日本岛都沉浸在富足之中，形成了典型的泡沫经济。

但是，股票和地产价格是不可能无节制上涨的。1990年4月2日，日经平均指数暴跌到28002.07点，比1989年年末的最高值下降了28.05%。1990年10月1日，日经平均指数又下降到20221.86点，股票市场价值消失了270万亿日元以上。股票的下跌引起国内的人们纷纷抛售债券和股票并将资金转移到海外，日本金融市场处在股票、债券与日元三重贬值的混乱之中。1990年秋季，房地产也开始暴跌。

在这种情况下，股票和地产的投机者无法偿还日本银行的贷款，日本银行不良资产迅速增加。到1995年，日本银行的不良资产已经达到4710亿美元。接着，日本一批信用社、商业银行、证券公司相继破产。特别是在1997年11月，一个月就有4家规模较大的金融机构宣告破产——北海道拓殖银行、德阳银行、三洋证券、山一证券。

日本金融机构的破产导致日本信贷收缩，日本企业的经营变得更加艰难。另外，在股票和地产价格下降的财富效应的影响下，日本的消费支出迅速下降。1991年，日本轿车销售量出现了自1981年以来的首次负增长，日本公寓销售量比上一年减少41.3%，成为14年以来的最低值。1991～2003年，日本陷入经济衰退。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

诱导机制

如果一个国家（或地区）出现了泡沫经济，并不是这种或那种金融资产定价不当，而是几乎全部整个类别的金融资产价格过高，这样将很容易招致金融资本的投机性攻击。由于金融资本通常不对实物资产进行投机而主要对金融资产进行投机，一个国家（或地区）股票市场的泡沫将使金融资本获得明显有利的机会，它们可以用多种方法掀起投机的浪潮。

首先，投机者者可以大量卖空股票以增加股票市场的供给，压低股票价格，期待着能够回购股票以获取股票的差价。

其次，投机者还会大量卖出股票指数期货和股票指数期权，以支付少量保证金的方式来赌股票价格指数的下降，通过金融杠杆的作用使它们已有的资金优势成倍扩大。

最后，为了进一步增加股票市场下跌的压力，投机者还往往同时对别的金融市场发起冲击，以制造金融市场动荡的方式来挫伤股票投资者的信心，迫使他们抛售股票。

由于这个国家（或地区）已经存在泡沫经济，在这样巨大的市场压力下，股票价格不下跌几乎是不可能的，这意味着金融资本具有很高的成功率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

相关例证

如果排除2007年美国金融危机以及由此引起的多个国家或地区的金融危机，20世纪90年代以来，在10个国家或地区发生的11次金融危机或金融风潮中，有2个国家或地区发生的2次金融危机或金融风潮与泡沫经济有关，而且都是由国际金融资本的投机性冲击所造成的。这些金融危机或金融风潮是：1997年泰国的金融危机和1997年我国香港的金融风潮。

我国香港地区是因泡沫经济而遭受机构投资者投机性冲击的例子。20世纪70年代以来，香港经济的发展一直比较正常，但香港地区在90年代中期也出现了泡沫经济。香港的泡沫经济也同样表现在股票价格和房地产价格的反常上涨上面。

从1993年到1997年，香港的恒生指数如下：1993年12月11888点，1994年12月8191点，1995年12月10073点，1996年12月13451点，1997年8月16000点。从1986年到1997年，香港股票市场总值增长了约8.5倍，但从1984年到1995年香港的GDP只增长了约4.3倍，香港的股票市场已存在泡沫成分。 朋友圈每日书籍免费分享微信 shufoufou

1997年10月，以对冲基金为代表的投机者同时在香港外汇市场和股票市场掀起大规模的投机风潮，对外汇市场的攻击主要针对香港的联系汇率制度，对股票市场的攻击则主要针对香港股票市场的泡沫。由于香港的股票价格已经偏高，再加上香港特区政府不得不采用提高利率的方法抑制外汇市场的投机，香港的股票价格出现暴跌，从1997年8月的16000点下降到10月的8900点，投机者通过卖出恒生指数期货合约获得了丰厚的利润。

在这场金融风潮中，虽然香港特区政府维护了港元汇率的稳定，但由于股票价格暴跌，厂商和居民持有的股票大幅度降值，投资支出和消费支出随之减少。加上亚洲金融危机对香港出口和旅游业的不利影响，香港经济很快陷入了衰退。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

国际收支的诱因

国际收支逆差

在国际经济学中，往往强调这样一个信条：国际收支顺差未必是一件好事，国际收支逆差未必是一件坏事。确实，人们可以举出很多例子证明国际收支顺差未必是一件好事，国际收支逆差未必是一件坏事。

例如，美国是世界上经常项目逆差最严重的国家。2007年，美国的经常项目逆差达到7310亿美元。对于美国这样一个世界上最大的经济、贸易、金融大国来说，对于美国这样一个其货币是最主要的国际储备货币的国家来说，贸易逆差给美国带来了巨大的贸易利益。

首先，提高了美国的实际生活水平。美国是一个工资水平较高的国家，如果在美国生产劳动密集型的日用消费品，价格将较高。发展中国家大量廉价和优质的日用消费品出口到美国，不但提高了美国消费者的生活水平，而且压抑了美国的通货膨胀。正是这些外国日用消费品的进口，大大地增进了美国的福利水平。

其次，增强了美国的持续发展能力。美国是一个自然资源丰富的国家，但是美国出于所谓“国家经济安全”的考虑，对于可枯竭的自然资源在国内开采量不大，选择了从外国大量进口。美国进口的原油、原煤、铁矿石、精制铝分别占了国际市场的26%、23%、25%和26%。虽然能源和原料的进口形成美国经常项目高额逆差，但却保护了美国国内的自然资源，使美国获得了更强的持续发展能力。

再次，有利于美国产业结构的调整。美国是科学技术发展水平最高的国家，美国要保持科学技术领域的优势地位，就需要放弃美国不占优势的劳动密集型产业以及影响美国环境的污染严重型产业，发展技术密集型产业和污染少收益高的服务业。因此，美国大量进口劳动密集型产品、资源消耗型产品、严重污染型产品，出口技术密集型产品和服务。这样，有利于美国调整产业结构和保持技术优势地位。

最后，从进口中得到出口贸易利益。美国不但从出口中得到出口贸易的利益，而且从进口中得到出口贸易的利益。美国的跨国公司在世界各国的跨国公司中具有举足轻重的地位，美国的跨国公司数量占

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

了世界跨国公司总数的40%。在美国的进口商品中，有很大的一部分是美国的跨国公司在外国生产，然后销往美国。这就是说，美国的跨国公司获得了对美国出口的利益。

但是，应该注意的是，美国的经常项目是逆差，美国的资本项目则是顺差。别的国家对美国贸易顺差得到美元以后，往往将它存放在美国，这实际上是为美国的经常项目逆差融通资金。即使如此，这个结论也只是在美国可接受的经常项目逆差内才有效。如果美国经常项目的逆差过大，也会对美国经济带来不利影响。

虽然国际收支顺差未必是一件好事，国际收支逆差未必是一件坏事，但是长期的国际收支逆差绝对是一件坏事。

金融战争的诱导因素之二是国际收支逆差。国际收支是一个国家对外经济往来中外汇收支的记录，它包括经常项目和资本与金融项目。国际收支的逆差表现为经常项目和排除了官方储备以后的资本与金融项目的外汇收入小于外汇支出，它将对一个国家货币的汇率产生影响。

一个国家货币的汇率是它兑换外国货币的比率。该国货币可以兑换更多的外国货币称为该国货币汇率升值和外国货币汇率贬值，相反则称该国货币汇率贬值和外国货币汇率升值。一个国家货币的汇率是由外汇市场上该国货币的需求和供给决定的。如果该国货币的需求量大于供给量，该国货币供不应求，该国货币汇率将升值；相反，该国货币汇率将贬值。

现在可以将国际收支与外汇市场的供求联系起来。由于人们得到外汇收入以后要兑换为本国货币，外汇收入将在外汇市场上形成本国货币需求。另外，由于人们支出外汇要用本国货币兑换外汇，外汇支出将在外汇市场上形成本国货币供给。因此，一个国家的国际收支出现逆差，即外汇收入小于外汇支出时，在外汇市场上表现出来的是本国货币的需求量小于供给量，本国货币汇率将会贬值。相反，本国货币汇率将升值。

但是，在现实的经济里，资本与金融项目的收支很大一部分是由短期资本流动造成的。例如，外国银行向本国企业发放贷款，该国的国际收支出现了外汇收入。但是，短期资本流动是很不稳定的，短期资本流入导致外汇收入，流出则导致外汇支出。因此，经常项目的收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

支状况对一个国家货币汇率有着重要的影响。在发展中国家里，如果发生了经常项目逆差，即使资本项目的顺差超过了经常项目的逆差，国际收支存在顺差，但由于短期资本随时有可能流出这个国家，该国货币汇率同样存在贬值的压力。

另外，如果一个国家的外债规模过大，外债的偿还也有可能导致在很短的时间里出现严重的国际收支逆差。政府偿还外债需要动用外汇储备，企业偿还外债则需要在外汇市场上用本国货币购买外汇，因而偿还外债最终还是使用政府的外汇储备。如果一个国家的外债负担过重，政府或企业在偿还外债时将会导致外汇市场上外汇需求增加和政府的外汇储备流失。当政府的外汇储备减少到一定程度时，人们将预料该国货币汇率无法维持而下跌，外汇市场将发生动荡。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

诱导机制

既然一个国家发生国际收支逆差或经常项目逆差会造成该国货币贬值，那么这个国家发生较严重的国际收支逆差或经常项目逆差有可能造成该国货币汇率大幅度贬值，这就给机构投资者提供了有利的外汇投机机会。它们可以比较容易地通过在外汇市场上抛售该国货币买进外汇，压低该国货币的汇率，然后用外汇买回更多的该国货币。这样，大规模的投机风潮就有可能发生。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

相关例证

如果排除2007年美国金融危机以及由此引起的多个国家或地区的金融危机，20世纪90年代以来，在10个国家或地区发生的11次金融危机或金融风潮中，有4个国家或地区发生的4次金融危机都与这些国家或地区国际收支或经常项目发生较为严重的逆差有关，其中有3个国家或地区发生的3次金融危机是在它们的货币受到贬值压力的情况下由机构投资者的投机性冲击促成的。这些金融危机分别是：1992年英国的英镑危机、1994年墨西哥的比索危机、1997年泰国等东南亚国家的金融危机。

泰国是在经常项目出现逆差的情况下爆发金融危机的典型案例。在20世纪90年代中期，由于国际市场的变化和泰国出口商品竞争力减弱，泰国经常项目出现逆差。1996年，泰国的经常项目逆差达到3700亿泰铢，占泰国国内生产总值的8.2%。泰国经常项目逆差对泰铢造成了贬值的压力。

泰铢受到的第一次冲击发生在1996年7月。由于泰国经常项目收支情况恶化，加上曼谷商业银行宣布倒闭，国际商业银行或投资银行纷纷停止了将外国货币转换为泰铢，以获得泰国金融市场较高的收益率。这样，即期外汇市场上泰铢的需求减少，造成对泰铢汇率的冲击。

泰铢受到的第二次冲击发生在1997年1月。在政府公布1996年第四季度财政赤字和经常项目逆差的情况以后，人们对泰铢的信心发生动摇，再加上部分房地产商无法按期偿还贷款，而泰国金融机构的贷款又大约有30%投放到房地产业，人们对泰国的金融状况更加担忧。在这种情况下，出现了资本外逃的现象。同时，对冲基金在2月份开始进入泰国的外汇市场卖出6个月期限的远期泰铢，泰铢贬值的压力进一步加大。

1997年5月，对冲基金等机构投资者在泰国的外汇市场掀起了投机风潮，并在5月14日达到高峰。泰国中央银行仅在这一天就出售了100亿美元。在干预外汇市场已无法减轻泰铢贬值压力的情况下，泰国中央银行从5月15日开始不再卖出美元，它一方面允许利率上升，另一方面对在岸和离岸金融市场的资本流动实行管制。利率的上升增加了借

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

入泰铢进行外汇投机的成本，对资本流动实行管制也在一定程度上抑制了投机的规模，但这一切已不能消除泰铢降值的压力。

7月2日，泰国中央银行不得不宣布放弃盯住一篮子货币的汇率制度，允许泰铢汇率自由浮动。当天在岸金融市场泰铢汇率降值15%，离岸金融市场泰铢汇率降值20%。在这次外汇市场的风潮中，泰国政府仅在远期外汇交易中就损失了37.5亿美元。[1]

泰国的情况表明，对于发展中国家来说，即使国际收支出现顺差，但由于短期资本流动是不稳定的，经常项目的逆差对该国货币汇率产生重要影响。一旦经常项目出现逆差，资本外逃等现象就会发生，如果再遭受国际金融资本的投机性攻击，该国有可能爆发以货币危机为特征的金融危机。

另外，20世纪90年代以来，在10个国家或地区发生的11次金融危机或金融风潮中，有4个国家爆发的金融危机与外债规模过大有关。阿根廷是债务危机导致短期资本大规模流动的典型例子。虽然不排除在阿根廷的外汇和股票市场上发生了大量的投机行为，但是阿根廷债务危机发生后更显著的现象是大规模的资本外逃。

阿根廷从1990年到1998年曾经经历了一个持续增长的时期，即使是发生在1994年的墨西哥金融危机也只是对阿根廷产生短暂的影响。但是，阿根廷多年来一直实行扩张性的财政政策，用发行公债的方式筹措政府支出。政府债务与国内生产总值的比例在1990年是30%，到1998年已提高到41%。1999年阿根廷发生了经济衰退，政府的财政状况更加恶化。在对内债务居高不下的情况下，阿根廷政府不得不借入外债偿还内债。

在2000年，阿根廷的外债总额已达到国内生产总值的50%。到2001年，该比例急剧上升到130%。在这种情况下，阿根廷外汇市场和股票市场发生动荡，阿根廷货币汇率和股票价格下跌。紧接着，投机者不但停止向阿根廷发放贷款，而且大量撤回原来投放在阿根廷的资金，资本出现大规模的外逃。国际货币基金组织冻结了对阿根廷的贷款援助，银行挤提浪潮一浪高过一浪，阿根廷的金融危机终于在2001年12月爆发。阿根廷政府不得不放弃实行了11年的盯住汇率制度，并宣布暂停偿还政府的全部外债。阿根廷的经济实际上已经崩溃。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

[1] IMF. International Capital Market[J]. Washington DC, 1998(9): 44-47.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

刚性汇率制度的诱因

刚性的汇率制度

金融战争的诱导因素之三是刚性的汇率制度。所谓刚性是指缺乏弹性，所谓刚性的汇率制度是指固定的汇率制度。在现在的国际货币制度下，刚性的汇率制度主要是指盯住单一货币或盯住一篮子货币即一组货币的汇率制度。

盯住单一货币汇率制度是指该国（或地区）选择某种外汇，然后建立本国（或地区）货币与该外汇的兑换比率并保持这个兑换比率不变。这意味着如果该外汇对其他货币升值，本国（或地区）货币也跟着对其他货币升值。反之亦然。

盯住一篮子货币汇率制度是指该国（或地区）选择一组货币，根据不同货币的重要性确定它们的权重，计算这组货币对某种标准货币汇率的加权平均值，然后建立本国（或地区）货币与这个加权平均值的兑换比率并保持这个兑换比率不变。这意味着如果这个加权平均值上升，该国（或地区）货币汇率升值。反之亦然。

刚性汇率制度的存在具有其合理性。例如，中国香港地区长期以来实行盯住美元的汇率制度，使这个高度开放的经济体实现稳定和迅速的发展。但是，刚性汇率制度存在的问题是失去了汇率这个调节外部经济活动的机制。

在现行的国际货币制度和国（或地区）内货币制度条件下，如果一个国家（或地区）的经常项目或国际收支出现逆差，主要有下述调节方法：从外国融通资金、实行限制性的贸易政策、实行收缩性的财政和货币政策、调节该国（或地区）货币汇率。

在这四种方法中，从外国融通资金实际上没有消除经常项目或国际收支的逆差，它仅仅是借助外国资金来维持账面上的国际收支平衡。实行限制性的贸易政策即限制进口鼓励出口既违反了世界贸易组织的有关协定，也易于遭受贸易伙伴的报复，因而它也不是一种有效的手段。因此，调节经常项目或国际收支逆差的主要方法是实行收缩性的财政和货币政策以及调整本国（或地区）货币汇率等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

但是，如果一个国家（或地区）实行盯住汇率制度，它实际上放弃了汇率这个调节经常项目或国际收支逆差的有效机制，而只能依赖于收缩性的财政和货币政策。然而，理论的研究和实践的经验表明，宏观财政政策和货币政策易于造成政府内外目标的冲突。

假如一个国家（或地区）内部存在通货膨胀，外部存在经常项目或国际收支逆差，该国（或地区）政府采取收缩性的财政政策，如减少货币供给量和提高利率来抑制社会总需求。这些政策一方面通过减少社会总需求来控制通货膨胀，另一方面通过减少进口和增加资本流入来消除经常项目或国际收支逆差，政府的内外目标可以同时得以实现。

但是，假如一个国家（或地区）内部出现经济停滞，外部出现经常项目或国际收支逆差，那么该国（或地区）政府采取收缩性的财政和货币政策可以缓和经常项目或国际收支逆差，但它却加剧了国（或地区）内的经济停滞。相反，该国（或地区）政府采取扩张性的财政和货币政策可以缓和国内（或地区）的经济停滞，但它却加剧了经常项目或国际收支逆差。在这种情况下，政府的内外目标将发生冲突。

应该指出，一个国家（或地区）实行盯住汇率制度不但没有发挥汇率对于调节经常项目或国际收支逆差的作用，在某种情况下还会起到恶化经常项目或国际收支逆差的作用。假如某国（或地区）货币盯住美元，该国（或地区）出现经常项目或国际收支逆差，但美元正好在这个时期不断升值，根据盯住汇率制度，该国（或地区）货币将随着美元对其他国家（或地区）的货币升值，从而将会造成该国（或地区）经常项目或国际收支逆差的恶化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

诱导机制

在一个国家（或地区）实行盯住汇率制度的条件下，由于该国（或地区）的经济与它所盯住的货币的发行地的经济不可能一致，该国（或地区）货币汇率高估和低估的现象将会经常发生，这样将很容易给机构投资者提供投机的机会，从而诱导了大规模投机风潮的发生。

例如，假定实行盯住汇率制度的国家（或地区）出现了国际收支逆差，它的货币的汇率应该贬值。但是，如果它所盯住的那个国家（或地区）出现国际收支顺差，它所盯住的那种货币升值，该国（或地区）货币不但不能贬值反而不得不升值，从而造成了这种货币汇率高估。这就是说，该国（或地区）货币不值这么多外汇，它只是以人为的方式来维持它值这么多外汇。

相反，假定实行盯住汇率制度的国家（或地区）出现了国际收支顺差，它的货币的汇率应该升值。但是，如果它所盯住的那个国家（或地区）出现国际收支逆差，它所盯住的那种货币贬值，该国（或地区）货币不但不能升值反而不得不贬值，从而造成了这种货币汇率低估。这就是说，该国（或地区）货币应该值更多的外汇，它只是以人为的方式来维持它值这么少外汇。

这种情况表明，盯住汇率制度稳定运行的条件是盯住别国（或地区）货币的国家（或地区）与被盯住货币的国家（或地区）的经济能够同步变化，而这种条件只可能存在于小型开放经济，即规模很小而又高度开放的经济。这种经济弹性较大，有可能随着它所盯住货币的那个国家（或地区）同步变化。

我国香港特区就是这样一种经济，它对汇率制度的选择几经反复。1944年，香港地区选择盯住英镑的汇率制度。但是，英国经济地位的相对衰落与香港特区经济的发展不相匹配，港元不得不随疲软的英镑贬值，后来不得不调整盯住英镑的比率。1972年，港元与英镑脱钩，改为与美元挂钩，但很快于1973年又与美元脱钩。接着，港元经历了约10年的浮动汇率制度。但是，对于香港地区这样的小型开放经济，浮动汇率制度易于造成港元汇率的波动。1983年，香港地区最终选择了盯住美元的汇率制度。后来，经过了一个痛苦的磨合期，盯住

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

美元的汇率制度才保持稳定并对香港地区的经济发展发挥了重要的作用。

但是，要完全做到与被盯住货币的国家（或地区）的经济同步变化是不可能的。实行盯住汇率制度的国家（或地区）的货币一旦出现高估或低估的情况，特别是出现低估的情况，投机者就可能大规模地抛售该国（或地区）货币。根据盯住汇率制度，该国或该地区货币当局不得不动用外汇储备来买进本国或本地区货币。假如该国或该地区货币终究要降值，它无异于成为投机者的“提款机”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

相关例证

如果排除2007年美国金融危机以及由此引起的多个国家或地区的金融危机，20世纪90年代以来，在10个国家或地区发生的11次金融危机或金融风潮中，有5个国家或地区发生的6次金融危机或金融风潮与各种形式的盯住汇率制度有关，而且都是由机构投资者的投机性冲击所造成的。这些金融危机或金融风潮是：1992年英国的英镑危机、1994年墨西哥的比索危机、1997年泰国的金融危机、1997年我国香港的金融风潮、1998年我国香港的金融风潮、2001年阿根廷的金融危机。

英国是欧洲货币体系的成员国，它与其他成员国一道实行联合浮动的汇率制度，即彼此固定货币的汇率，然后对非成员国货币浮动。在20世纪90年代初期，由于英国的利率较低而德国的利率较高，大量资金从英国流向德国，造成了英镑贬值的压力。投机者利用这个机会在英国的外汇市场掀起外汇投机风潮，尽管德国政府降低了马克的利率，英国政府大幅度提高了英镑的利率，英国中央银行还动用外汇储备大量购买英镑，但仍然抑制不住投机风潮。1992年9月16日，英国财政大臣不得不宣布退出欧洲货币体系，英镑汇率大幅度贬值。

墨西哥实行的是盯住美元的汇率制度，它固定比索与美元的汇率，然后让比索随着美元对其他货币浮动。在1993年前后，墨西哥经常项目出现逆差，银行体系因坏账比例较高而变得不稳定。在投机者的投机性冲击和资本大量外流的影响下，墨西哥中央银行不得不于1994年12月22日宣布放弃盯住汇率制度，实行浮动汇率制度，比索危机也随即爆发。

泰国实行的是盯住一篮子货币的汇率制度，它把泰铢与一组货币的加权平均值相联系，并使泰铢的汇率随着这组货币加权平均值的变化进行调整。由于美元在这组货币中处于重要地位，泰铢汇率实际上受美元汇率左右。在20世纪90年代中期，泰国经常项目出现逆差，再加上泡沫经济破灭，投机者在泰国掀起大规模投机风潮。泰国中央银行无力反击投机者的投机，不得不于1997年7月2日宣布放弃盯住一篮子货币的汇率制度，允许泰铢自由浮动。泰国也由此爆发了金融危机。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我国香港特区实行的是盯住美元的汇率制度，它同时根据汇率制度建立相互配合的港元发行制度。在实行盯住单一货币汇率制度的国家或地区里，香港特区的汇率制度是比较完善的。但在20世纪90年代中期，香港经济出现泡沫成分。1997年，投机者判断港元汇率已经高估而对香港的金融市场发起投机性冲击，香港特区政府凭借着充足的外汇储备成功地遏制了外国机构投资者的投机，维持了汇率制度的稳定。1998年，香港经济的泡沫成分已经消散，但投机者再次掀起更大规模的投机风潮，它们的攻击目标仍主要是香港的盯住汇率制度。香港特区政府在稳定住外汇市场以后，在多个金融市场进行全面的反击，再次维护了香港的汇率制度。

这些国家和地区的经历表明，盯住汇率制度缺乏应有的灵活性，因而易于成为金融资本投机性冲击的诱因。如果一个国家（或地区）实行浮动汇率制度，该国（或地区）货币汇率将随着该国（或地区）经常项目收支或国际收支的变化而变化。汇率的变化不但可以调节该国（或地区）的经常项目或国际收支差额，而且不会出现过度的高估或低估的情况。如果投机者试图人为地抬高或压低该国（或地区）货币汇率进行投机，其不但很容易遭到该国（或地区）货币当局有力的反击，而且要冒极大的投机风险。因此，灵活的浮动汇率制度可以减少对金融资本攻击的诱导作用。

当然，一个国家或地区选择什么样的汇率制度要考虑多方面的因素，上述分析仅仅表明从国际金融资本投机性冲击的角度说明灵活的浮动汇率制度是较好的选择。如果一个国家或地区认为盯住汇率制度给它所带来的如提高本国或本地区货币的地位，加强与它所盯住的国家的经济联系等方面的利益超过可能遭受国际金融投机性冲击所带来的损失，它仍然应该选择盯住汇率制度。但无论选择什么样的汇率制度，如何防范金融资本投机性冲击是各国或各地区选择汇率制度的重要因素之一。

反思与启示

一个发展中国家的经济不出现问题是很难的，但是政府通过对经济的调节不让这些问题发展到严重的程度是可能的。在经济全球化的条件下，一个国家特别是发展中国家出现严重的经济问题，将会受到投机性的国际资本毁灭性的打击。因此，中国经济的增长速度应该是保持经济相对健康条件下的增长速度。如果过于注重速度而忽视了健

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

康，在投机性的国际资本的冲击下经济大幅度倒退，再高的增长速度也没有意义。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

参考文献

[1] 巴顿·比格斯.对冲基金风云录Ⅱ[M].张桦，等译.北京：中信出版社，2012.

[2] 格里高利·祖克曼.史上最伟大的交易[M].施轶，译.北京：中国人民大学出版社，2010.

[3] 美国金融危机调查委员会.金融危机调查报告[M].王欣红，等译.北京：社会科学文献出版社，2013.

[4] 迈克尔·刘易斯.大空头[M].何正云，译.北京：中信出版社，2011.

[5] 里查德·布克斯塔伯.金融的魔鬼[M].黄芳，译.北京：中信出版社，2012.

[6] 理查德·泰特尔鲍姆.做空：最危险的交易[M].陈丽霞，等译.北京：机械工业出版社，2016.

[7] 李翀.论从实物经济、货币经济到金融经济的转型的异化现象[J].学术研究，2002（2）.

[8] 李翀.短期资本流动的成因、效应与风险[M].北京：人民出版社，2004.

[9] 李翀.金融全球化过程中的利益分配[J].世界经济与政治，2001（2）.

[10] 李翀.从中美经常项目差额看国际贸易利益的分配格局[J].北京师范大学学报，2005（5）.

[11] 李翀.有利于发达国家的国际贸易利益分配格局[J].世界经济与政治，2005（11）.

[12] 李翀.论美国次级抵押贷款危机的原因和影响[J].经济学动态，2007（9）.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

[13] 李翀.金融战争：虚拟经济时代的财富掠夺方式[M].北京：首都经济贸易大学出版社，2009.

[14] 李翀.论美国金融危机的原因及其影响[J].中山大学学报，2009（2）.

[15] 李翀.人民币汇率若干问题研究[J].中山大学学报.2011（1）.

[16] 李翀.股票投机是零和博弈吗[J].学术研究，2016（2）.

[17] 李罗力.金融风暴[M].贵阳：贵州人民出版社，1979.

[18] 塞巴斯蒂安·马拉比.富可敌国[M].徐煦，译.北京：中国人民大学出版社，2011.

[19] 桑迪·弗朗克斯，等.野蛮人的猎金术[M].李凤阳，译.北京：世界图书出版公司，2013.

[20] 杨卫隆.大崩盘[M].汕头：汕头大学出版社，2008.

[21] 渔阳.乱世华尔街[M].北京：中国人民大学出版社，2011.

[22] 俞岱曦，等.金钱与梦想[M].北京：中国文史出版社，1998.